



九号公司 (689009.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

智慧移动无界，电动驭享未来

投资逻辑：

平台化能力赋能，智能化基因奠基。公司定位智能短交通+服务机器人，以平衡/滑板车起家，蛇吞象收购 Segway（全球平衡车鼻祖），从为小米代工成功转变为以自主品牌电动车为基本盘，割草机器人加速扩张，新兴业务持续拓展的发展阶段。公司目前收入/利润重回高增轨道，23/24/25H1 公司收入分别为 102/142/117 亿元，同比+1%/39%/76%。核心价值在于其平台化能力，能够快速瞄准细分赛道解决用户痛点，利用深厚智能化基因拓展新兴业务。

电动两轮车以智能/年轻定位开辟增量，割草机器人具备无边界赛道先发优势。1) 电动两轮车：传统龙头聚焦通勤人群定位&低价格段竞争，公司凭借“年轻市场突破+智能化定位”战略开辟增量，打破行业价格战局面；渠道端仍处于扩张加速期，短期凭借高端市场优势&逐步下沉 4000 元以下市场空间广阔；行业端受益于国补推动。2) 割草机器人：全球市场空间巨大且渗透率低。传统龙头在埋线式技术路线上具备优势，公司率先采用 RTK+视觉技术路径瞄准无边界割草机器人赛道，产品力、价格具备优势。

传统业务滑板车 ASP 显著提升，新兴业务全地形车/Ebike 有望能力&渠道复用。1) 传统业务：滑板车转向自主零售为主，25H1 合计营收 22 亿元，同比+37%，其中 25Q2ASP 同比+22%，OBM 模式/产品创新带来 ASP 显著提升印证公司传统业务重焕活力。2) 全地形车：北美贡献核心增量，中国企业已经逐步改变行业竞争格局。公司混动性能+智能化突破，公司产品智能化/电动化产品定位契合市场趋势。3) E-bike：全球 E-Bike 市场高增，契合绿色出行主题，结构性机会集中于欧美成熟市场。我们认为有望利用公司欧洲市场的品牌和渠道优势（滑板车渠道）加速扩张。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2025/2026/2027 年公司实现营业收入 217/273/331 亿元，同比+53%/+26%/+21%；归母净利润分别为 21/27/35 亿元，同比+90%/+31%/+29%，对应 EPS 为 2.9/3.8/4.9 元。公司电动两轮车/割草机业务进入快速渠道增长阶段，传统业务重回正增长区间，新兴业务有望带来长期增长曲线。考虑到公司智能化细分定位稀缺性，2026 年 21 倍 P/E，对应目标价 79.35 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动；海外政策监管风险；新业务投入回报不及预期；原材料价格大幅波动的风险；行业竞争加剧；大股东减持。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：王刚（执业 S1130524080001）

wang_g@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：68.06 元

目标价（人民币）：79.35 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,222	14,196	21,694	27,340	33,101
营业收入增长率	0.97%	38.87%	52.82%	26.03%	21.07%
归母净利润(百万元)	598	1,084	2,061	2,708	3,511
归母净利润增长率	32.72%	81.29%	90.15%	31.36%	29.66%
摊薄每股收益(元)	0.829	1.512	2.877	3.779	4.900
每股经营性现金流净额	3.30	5.71	5.34	6.38	7.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.96%	17.61%	26.04%	26.23%	25.94%
P/E	35.76	31.42	23.66	18.01	13.89
P/B	3.92	5.53	6.16	4.72	3.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 九号公司：定位高成长的智能短交通+服务机器人 2C 消费品公司.....	5
1.1 平衡车起家，转变为以电动车为主，割草机器人/全地形车快速扩张的发展阶段.....	5
1.2 智能化基因奠基，瞄准细分需求支撑业务线拓展.....	7
2. 两轮车：供给决定需求，探寻高速增长背后的底层逻辑.....	8
2.1 产品端：智能化赛道+高配低价策略占领中高端市场，正在向低价格带快速渗透.....	9
2.2 渠道端：九号仍处于渠道扩张加速期.....	13
2.3 行业端：H2 新国标落地促使产品结构向中高端倾斜.....	14
3. 割草机器人：行业成长加速，九号具备先发优势.....	16
3.1 割草机器人：成长早期，无边界割草机器人渗透加速.....	16
3.2 产品+渠道构筑先发优势，九号无边界割草机器人全球领先.....	18
4. 滑板车传统业务 ASP 显著提升，全地形车/Ebike 平台赋能拓展业务线.....	20
4.1 滑板车：传统业务 ASP 显著提升.....	20
4.2. 全地形车：行业传统电动多功能休闲转型，契合九号产品标签.....	21
4.2.1 行业端：北美贡献核心增量，UTV/SSV 主导地位强化，中国企业正在突围.....	21
4.2.2 公司端：混动性能+智能化突破，九号产品定位契合市场趋势.....	22
4.3. E-bike：智能化基因+渠道复用，分散格局下有望突破.....	23
5 盈利预测与投资建议.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 投资建议.....	27
6 风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 公司业绩由电动平衡车/滑板车驱动转由电动两轮车等新业务驱动（百万元）.....	5
图表 2： B 端业务对公司业绩拖累基本消除.....	6
图表 3： 海外收入占比 30-40%之间.....	6
图表 4： 24 年以来公司新业务扩张提速.....	6
图表 5： 九号公司割草机器人毛利率最高.....	7
图表 6： 九号公司海外毛利高于国内.....	7
图表 7： 存货周转天数.....	7
图表 8： 应收账款周转天数.....	7
图表 9： 公司多核心技术具备强复用能力.....	8
图表 10： 公司及同业两轮车业务收入（亿元）.....	9
图表 11： 公司两轮车业务收入增速高于行业（%）.....	9



图表 12: 公司两轮车业务毛利率逐年升高 (%)	9
图表 13: 25H1 公司两轮车市占率仍有较大上升空间	9
图表 14: 九号智能化基因根据不同产品定位渗透至各个价格段产品	10
图表 15: 九号公司智能化配置全面、丰富, 渗透全场景, 适配不同产品定位	10
图表 16: 九号智能化标签已经成功被消费者接受	11
图表 17: 九号产品 4000+价位段占比最高	11
图表 18: 3000-4999 价格带购车偏好占比最高	12
图表 19: 智能化功能关注度持续提升	12
图表 20: 3000-4000 价位段, 九号两轮车智能化及价格相比同业更优	12
图表 21: 政策、技术和需求推动年轻/智能化市场持续扩容	13
图表 22: 九号门店扩张加速, 单店平均销量/店效上升	13
图表 23: 与老玩家相比, 九号门店布局仍有较大上升空间	13
图表 24: 新国标加速技术升级与行业洗牌, 推动市场向高质量产品集中	14
图表 25: 截至 6 月 30 日, 全国电动自行车以旧换新累计量达 847 万辆	14
图表 26: 电动自行车安全技术规范 (18 年 vs24 年)	15
图表 27: 各省补贴额度及产品要求对比梳理	15
图表 28: 全球 OPE 市场规模 (十亿美元)	16
图表 29: 全球园林机械行业各细分市场需求占比	16
图表 30: 2022 年传统厂商占据割草机器人 90%市场份额	17
图表 31: 传统有边界割草机器人存在效率低、埋线麻烦、易卡困等问题	17
图表 32: 22-24 年无边界割草机器人爆发式增长	17
图表 33: 24 年无边界割草机器人渗透率约为 1.9%	17
图表 34: 九号割草机器人产品持续迭代, 带动销量大幅增长	18
图表 35: 九号 X3 系列针对割草机使用痛点进行针对性升级	18
图表 36: 割草机器人品牌旗舰产品梳理	19
图表 37: Segway 在德国的渠道分布	20
图表 38: 滑板车发展历程	20
图表 39: 24 年-33 年市场规模 GAGR 约 8.35% (亿美元)	20
图表 40: 北美贡献核心增量	21
图表 41: 全地形车出口美国份额占 26.9%	21
图表 42: 2018-2023 年中国全地形车企业正在改变行业格局	22
图表 43: 九号公司全地形车产品矩阵	22
图表 44: 北美地区增长动能强劲	24
图表 45: E-bike 市场呈现高度分散格局	24
图表 46: 九号 E-bike 产品	24



图表 47: 公司收入预测拆分 (亿元)	26
图表 48: 可比公司估值对比	27



1.九号公司：定位高成长的智能短交通+服务机器人 2C 消费品公司

1.1 平衡车起家，转变为以电动车为主，割草机器人/全地形车快速扩张的发展阶段

九号公司成立于 2012 年，初期专注于平衡车研发，通过低成本平衡车迅速打开消费级市场。2014 年获得小米、红杉等投资，成为小米生态链企业，借助小米渠道加速扩张。2015 年，九号以“蛇吞象”方式全资收购美国 Segway（全球平衡车鼻祖），获得其品牌、专利和全球销售网络，消除专利壁垒，奠定行业垄断地位，整合后品牌升级为“Segway-Ninebot”，此后逐步从单一平衡车扩展到电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人等领域。

公司定义为“智慧移动能力”公司，聚焦智能短交通+服务机器人，业绩已由电动平衡车/滑板车业务转向具有更高利润空间和成长性的电动两轮车/割草机器人/全地形车业务驱动。

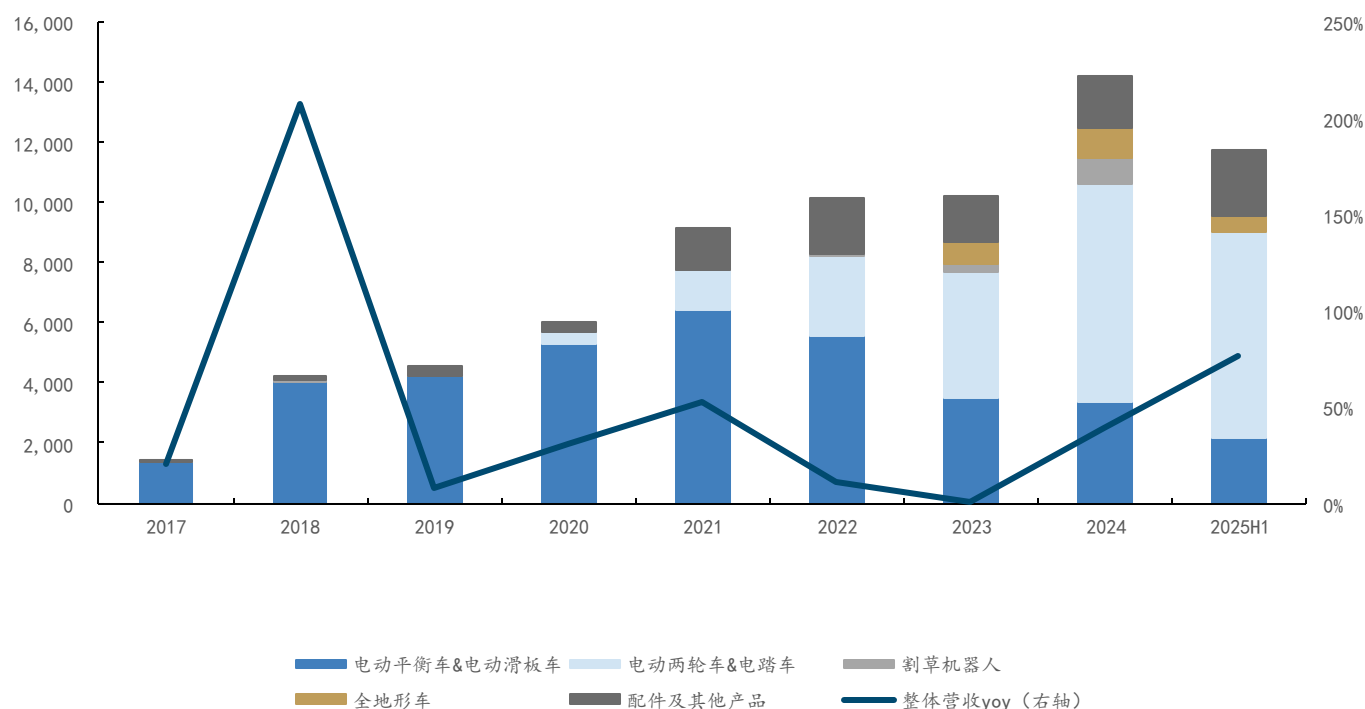
1) 发展期：2020 年以前，公司主要为小米平衡车&滑板车 ODM 代工厂，从设计、研发到生产全链主导，小米仅负责品牌营销和渠道销售，20 年小米集团仍占公司销售总额的 45.91%；同时，收购 Segway 后海外业务占比扩张，20 年海外占比已达 42%。

2) 调整期：2020 年，公司于科创板上市。2021-2023 年，小米定制与 to B 共享业务萎缩，拖累公司整体业绩增速，收入占比分别为 52%/38%/20%。公司依靠 ODM 阶段技术积累+Segway 品牌知名度向电动两轮车/割草机器人/全地形车赛道转型，为公司收入提供支撑。

3) 新生期：2024 年以来，公司“去小米化”进程基本完成，24 年定制及 To B 占整体业务的 9%，对整体业绩的边际拖累基本消除；电动两轮车/割草机器人业务进入渠道快速扩张期，带动公司收入/利润重回高增长轨道。23/24/25H1 公司收入分别为 102.22/141.96/117.42 亿元，同比+1%/39%/76%。

分区域看，海外业务主要依靠欧洲市场，持续积极调整经营策略。公司海外占比维持在 30%-40%之间，但根据公告，2024 年美国市场收入占总营收不足 10%，且经营性利润贡献更低。当前电动两轮车销售仍以国内市场为主；滑板车于 2Q25 因欧洲市场实现超预期增长；割草机器人主要销往欧洲，美国市场拓展进程受关税政策制约；EBIKE（电动自行车）业务短期在美国市场面临压力。整体而言，公司当前对美国市场依赖度较低，并且在积极应对宏观环境调整经营策略。

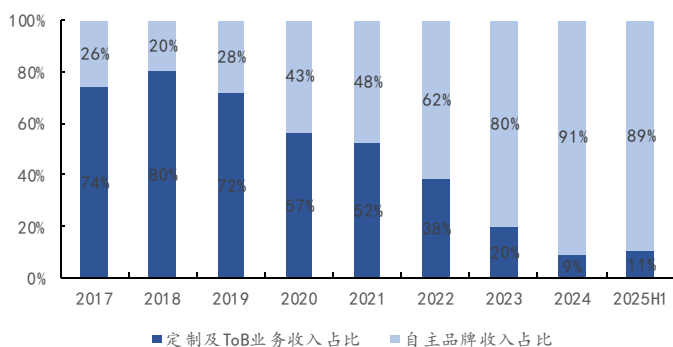
图表1：公司业绩由电动平衡车/滑板车驱动转由电动两轮车等新业务驱动（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所 注：25H1 没有单独披露割草机器人，包含在“其他”业务中。

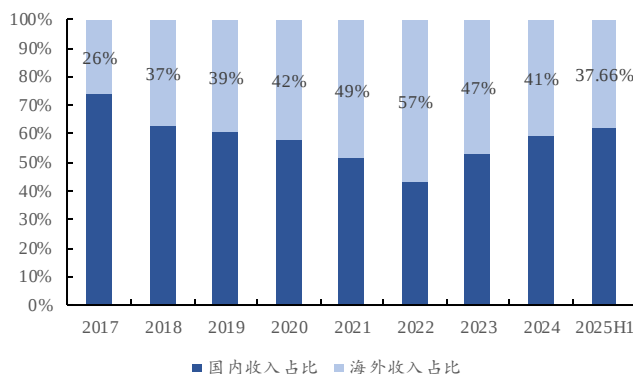


图表2: B 端业务对公司业绩拖累基本消除



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 海外收入占比 30-40%之间



来源：公司公告，国金证券研究所

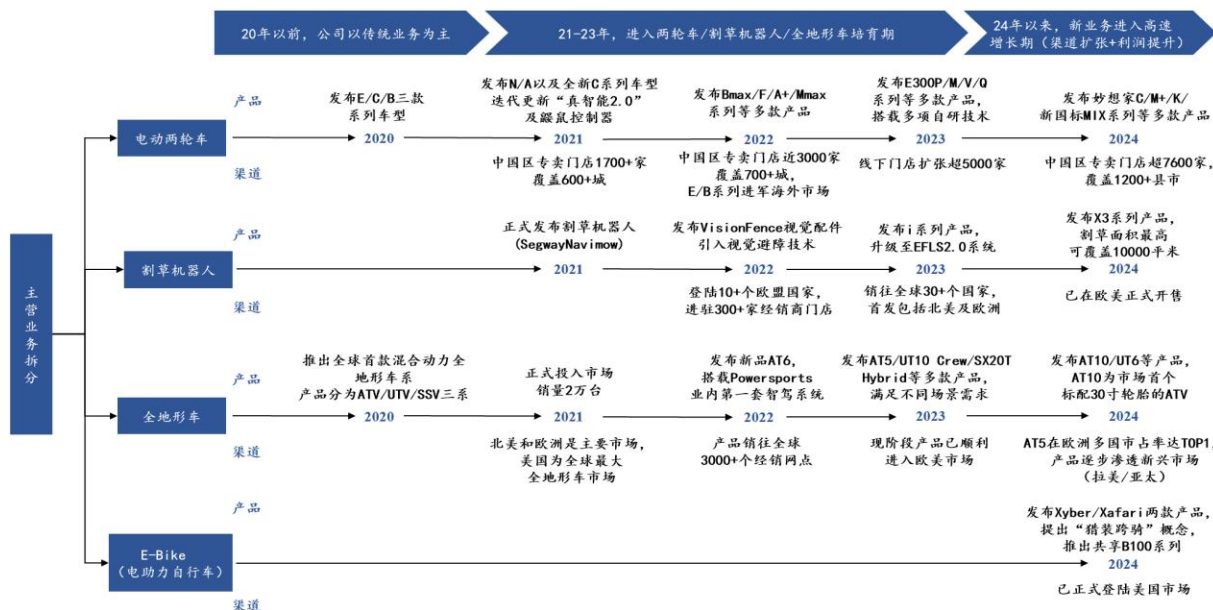
公司 23 年基本完成电动两轮车、割草机器人领域的技术研发到产品商业化闭环，24 年通过产品矩阵+全渠道渗透实现业绩增长，目前在此基础上开始探索全地形车/E-Bike 业务，有望借助其智能化基因/海外渠道在短交通领域进一步打开增量空间。

电动两轮车领域 24 年营收 72 亿元，同比+70%，占公司业务的 51%。公司转型战略聚焦于推动国内电动车“智能化”和全球摩托车“电动化”。21 年公司开始在两轮车领域寻求突破，先后推出多系列产品，发布“真智能 2.0”系统。22 年中国区专卖门店近 3000 家，覆盖 700 余县市，并发布了 Bmax、F、A+、MMAX 等战略级产品，E 和 B 系列也进军海外市场。23 年推出了 E300P/M/V/Q 系列产品；24 年则发布了妙想家 C、M+、K 新国标 MIX 系列；至 2025 年 1 月，公司进一步发布了“真智能 3.0”系统。

割草机领域 24 年营收已达 9 亿元，同比+255%，占公司业务的 6%。公司于 21 年进入该领域，发布 SegwayNavimow；22 年发布 VisionFence 视觉配件，并成功登陆 10 多个欧盟国家，进驻 300 多经销商门店；23 年推出了新一代无边界 Segway Navimow i 系列。24 年第二代 i 系列开售，并发布第三代产品 Segway Navimow X3 系列，最高可覆盖 10000 平方米的花园场景，产品线实现向上和向下延伸，完成了性价比机型到性能旗舰的产品布局。

同时，在全地形车、E-bike 等新兴领域行业层面仍在不断探索，24 年全地形车营收 10 亿元，同比+40%。全地形车、E-bike 已推出部分产品，仍然延续智能化基因渗透战略，处于市场进入阶段，近期受到宏观因素和市场策略调整的影响，但我们认为长期成长逻辑依然坚实。

图表4: 24 年以来公司业务扩张提速



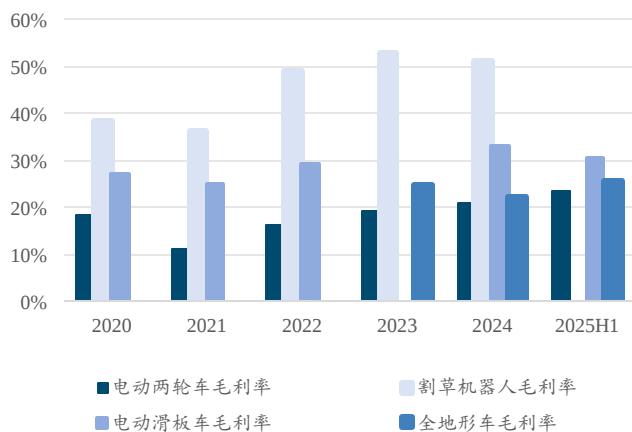
来源：公司公告，国金证券研究所



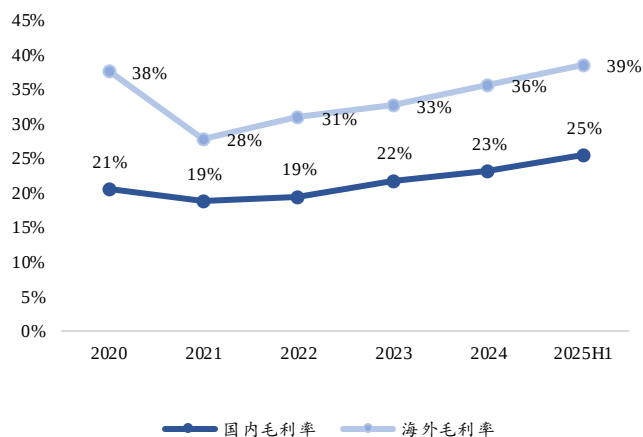
从盈利能力的角度，电动两轮车受益于产品赋能&规模效应，毛利率逐年提升，从 21 年的 11% 升至 25H1 的 24%；传统电动滑板车业务向上突破，毛利率升至 30% 左右；割草机业务毛利率持续高位，24 年达 51%；全地形车毛利率则保持在 25% 左右水平。产品结构决定了公司海外业务毛利率高于国内，25H1 海外毛利率达 39%，国内毛利率 25%。

从营运效率的角度，公司运营效率持续提升，供应链精细化管理&渠道议价权提升。当前公司运营效率向雅迪、爱玛等传统龙头靠拢，印证其已经逐步转变为从技术驱动向技术&效率驱动的高质量发展阶段。

图表5：九号公司割草机器人毛利率最高



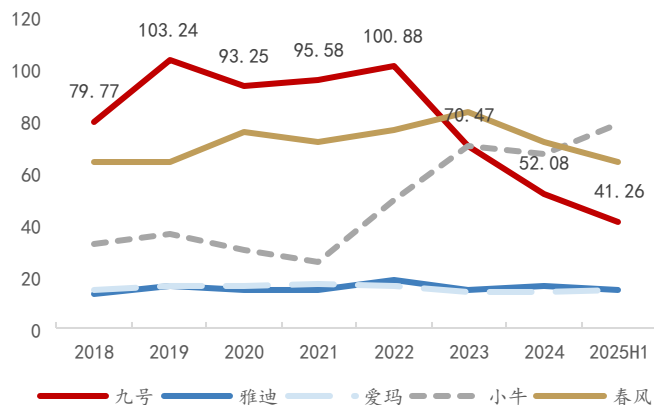
图表6：九号公司海外毛利高于国内



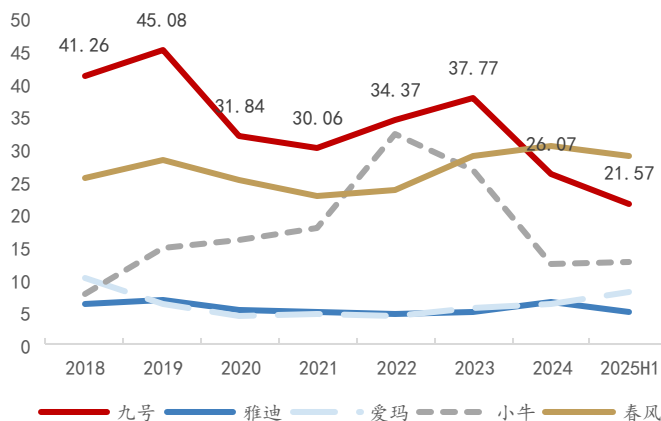
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

图表7：存货周转天数



图表8：应收账款周转天数



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

1.2 智能化基因奠基，瞄准细分需求支撑业务线拓展

公司底层技术具备优势，聚焦短交通/机器人跨品类复用整合能力强。公司通过不断地研发创新，已成长为平台型科技企业。叠加产品、服务、数据垂直整合能力的提升，核心技术的灵活组合有助于聚焦创新短交通和服务机器人业务，持续丰富产品布局，拓展业务边界，实现从“0 到 1”及从“1 到 N”的发展。公司自研无传感驱动技术、三电系统平台化技术、自主导航技术、电动两轮车云边端一体真智能系统、EFLS 2.0 (Exact Fusion Locating System) 融合定位系统等技术，应用到电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、服务机器人等多个品类，实现底层技术有效整合，打通科技创新从研发、应用再到产业化的全链条。

我们认为，公司聚焦赛道复用可能性高，核心优势在于能够具备快速瞄准细分赛道的能力，解决用户痛点，利用自身深厚的智能化基因标签，机器人技术、运载平台能力以及在线化+数据化能力的不同组合，深度挖掘用户需求，并通过智能化满足需求。


图表9：公司多核心技术具备强复用能力

核心技术名称	技术概述	两轮车	平衡车	滑板车	机器人	E-bike
自平衡控制技术	利用机械陀螺仪的惯性驱动力矩，当车辆发生倾斜时，让陀螺仪向指定方向倾转，借助所产生的惯性驱动力矩保持车身不倒，从而实现自平衡；辅助车轮电机驱动和龙头电机偏转，实现车辆行走和转向。	✓	✓			
高可靠双重保护 电池管理技术	双电池供电系统自适应动态切换，极大程度提高了工作可靠性，能够在很大程度上减少因单体电池故障导致的系统失效。	✓	✓	✓	✓	
高精度低成本永 磁同步电机驱动 技术	基于三个开关霍尔作为永磁同步电机的电气角度检测，开关霍尔角度分辨率为 60 度，通过软件拟合出高精度的角度作为永磁同步电机的控制基础，该方案既能满足高精度驱动，成本又能做到很低。	✓	✓	✓	✓	
长续航技术	通过轮胎科技，高性能无刷电机与电控调优的协同配合，使产品在同样的电池容量下，能带来更长的续航里程的提升。通过提高电机效率、降低轮胎滚阻、优化电控程序，降低运行功耗，在不提升电池容量的情况下整车续航提升 20%，能耗表现大幅领先于行业基准水平。	✓	✓	✓		
全新感应解锁 2.0	基于蓝牙技术，深层次优化蓝牙距离感知算法和连接稳定性体验，结合解锁状态灯，大幅提升了用户解锁成功率和连接稳定性。	✓		✓		✓
FindMy 定位查找 技术	Findmy 利用全球数以亿计的 iPhone、iPad 和 Mac 组成的“查找”网络来追踪位置。产品内置的蓝牙定位系统会发出安全的蓝牙信号，让“查找”网络中在它附近的设备可以侦测到，并将位置信息发送到后台。	✓		✓		✓
鼯鼠控算法	鼯鼠控算法是一套包括 TCS、坡道驻车、氮气模式、定速巡航、一键倒车、EABS 等在电动两轮车和电动滑板车领域领先的软件功能。	✓		✓		
多功能全彩液晶 仪表	九号电动两轮车辆的全彩色液晶显示仪表，全面接入九号公司软件生态（九号出行 App、车联网）。提供多种智能化的驾驶员和车辆交互功能：车辆状态显示，声音和音乐的播放，地图导航，来电接听，多个皮肤主题选择，彩蛋等。	✓		✓		
多媒体及来电显 示、控制技术	基于蓝牙多媒体及通话等方案，依托于多功能全彩液晶仪表，在不依赖手机 APP 的情况下，实现多媒体播放信息和来电信息的显示以及控制技术。	✓		✓		✓
Turbo 充电技术	通过充电功率算法和 Turbo 充电电路优化设计，国内首次应用到小动力电池充电器中，提升了产品的性价比。			✓		✓
低成本高可靠多 重防水结构 PACK	通过改善电池包的灌胶密封工艺，实现了电池包的降本。	✓		✓		

来源：公司公告，国金证券研究所

2.两轮车：供给决定需求，探寻高速增长背后的底层逻辑

目前，电动两轮车行业市场格局已趋于成熟，头部效应显著。雅迪、爱玛等龙头企业凭借先发优势与深厚积累，合计占据近 50% 的市场份额。九号公司于 2019 年末才正式进入该市场，起步相对较晚。然而，公司业务拓展迅猛，其电动两轮车及电踏车业务在公司整体业务中的占比从 2020 年的 7% 大幅跃升至 2024 年的 51%，成为核心增长引擎之一。

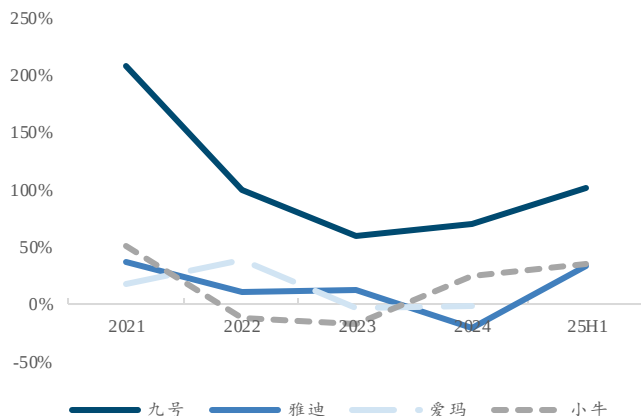
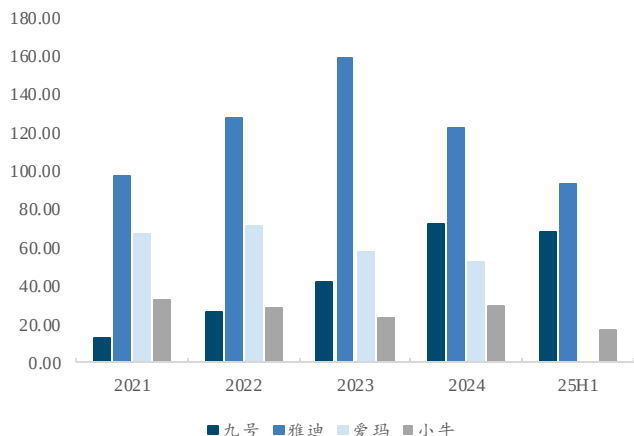


行业方面，据奥维云网，24 年我国两轮电动车国内销量约 5900 万辆，同比增长 7.5%，25H1 受益于国补，内销量达 3232.5 万台，同比激增 29.5%，其中九号内销销量同比增长 +78.8%，收入增速明显领先同业，仍处于规模效应驱动的爆发增长期，其营业收入与雅迪、爱玛等传统巨头的差距正逐步缩小。公司电动两轮车业务展现出强劲的“弯道超车”势头，23/24/25H1 收入分别为 42.32/72.11/68.23 亿元，同比+58.9%/+70.4%/+102%，显著领跑同业增长曲线，展现出强劲的发展动能与市场竞争力。

在盈利能力上，公司两轮车业务毛利率持续提升，目前居于行业前列，自 2021 年转型期的 11.19%水平持续提升，至 2025 年上半年已达到 24%。从市场份额看，25H1 年九号公司市占率约为 7%，虽与雅迪（26.%）、爱玛（20%）等头部企业存在显著差距。

图表10：公司及同业两轮车业务收入（亿元）

图表11：公司两轮车业务收入增速高于行业（%）

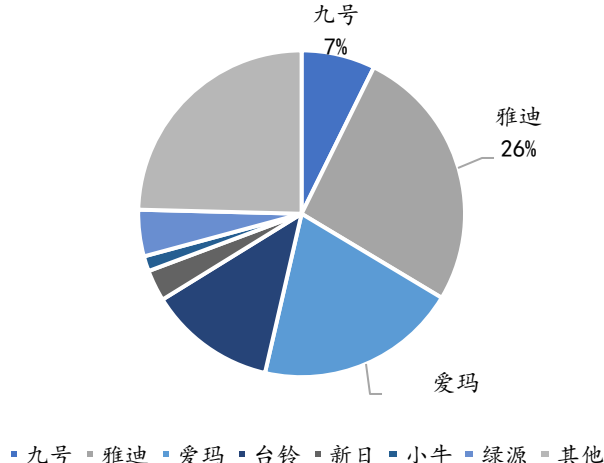
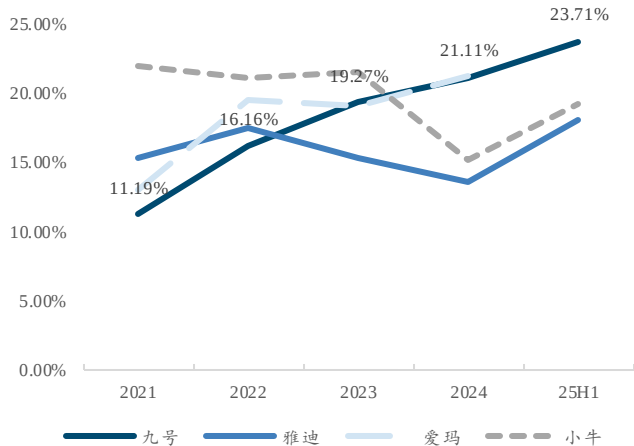


来源：公司公告，国金证券研究所 注：小牛包括电动滑板车品类

来源：公司公告，国金证券研究所 注：小牛包括电动滑板车品类

图表12：公司两轮车业务毛利率逐年升高（%）

图表13：25H1 公司两轮车市占率仍有较大上升空间



来源：公司公告，国金证券研究所 注：小牛为公司整体毛利率

来源：奥维云网，国金证券研究所

2.1 产品端：智能化赛道+高配低价策略占领中高端市场，正在向低价格带快速渗透

公司凭借“年轻市场突破+技术链条重构”战略，在电动车行业下行周期实现逆势突围，本质是以用户运营思维重塑产业逻辑，通过智能化开辟增量蓝海。公司转型战略聚焦推动国内电动车“智能化”和全球摩托车“电动化”，以“年轻化设计+智能化技术”构建差异化竞争力，精准切入中高端价格带空白市场，一方面以分层产品矩阵覆盖全场景需求：入门级（A+/V/F 系，<4000 元）满足基础智能通勤，中高端（MMAX 等，5000-8000 元）强化长续航与智能生态，旗舰级（E300P 等，>2.5 万元）以三电技术重定义性能天花板；另一方面通过“智能化+电动化”战略实现技术下放，以硬件协同提升产品溢价能力，持续获取高价值年轻客群增量份额。



图表14：九号智能化基因根据不同产品定位渗透至各个价格段产品

基础信息	型号	E300P MK2	C85c	Qz MIX	A2z 40 LF 联名款
	价格	¥28,399	¥5,399	¥4,199	¥3,299
	车型	电动摩托车	电动摩托车	电动自行车	电动自行车
	卖点	全栈智能、强劲性能	城市通勤、兼具品质与颜值	明星代言、女性用户	卡通潮玩、IP联动
续航表现	电池类型	锂电池	智能碳晶电池	铅酸电池	锂电池
	电池容量	74V 28Ah*3	72V 22Ah	48V 12Ah	48V 14Ah
	续航 (km)	125km	三档全速续航 72km	20km	50km
	最高速度 (km/h)	135km/h (三电)	52km/h	25km/h	25km/h
	电机功率	10000W	1200W	400W	400W
智能化功能	智驾系统	7 寸 TFT	RideyFUN AIR 智驾系统	×	×
	鼯鼠控体验	√	√	×	×
	RideyGo!2.0	√	√	√	√
	整车 OTA	√	√	√	√
	防盗系统	三重定位+AHRS 姿态感应防盗	三重定位+AHRS 姿态感应防盗	三重定位+AHRS 姿态感应防盗	三重定位+AHRS 姿态感应防盗
	电池管理	智能 BMS6.0	×	智能 BMS6.0	智能 BMS6.0
	骑行辅助	HIAS 水平调节+胎压监测	坐垫感应+定速巡航+自动锁车	定速巡航+助力推行+远程控车	坐垫感应+边撑感应+自动锁车

来源：公司官网，天猫，国金证券研究所

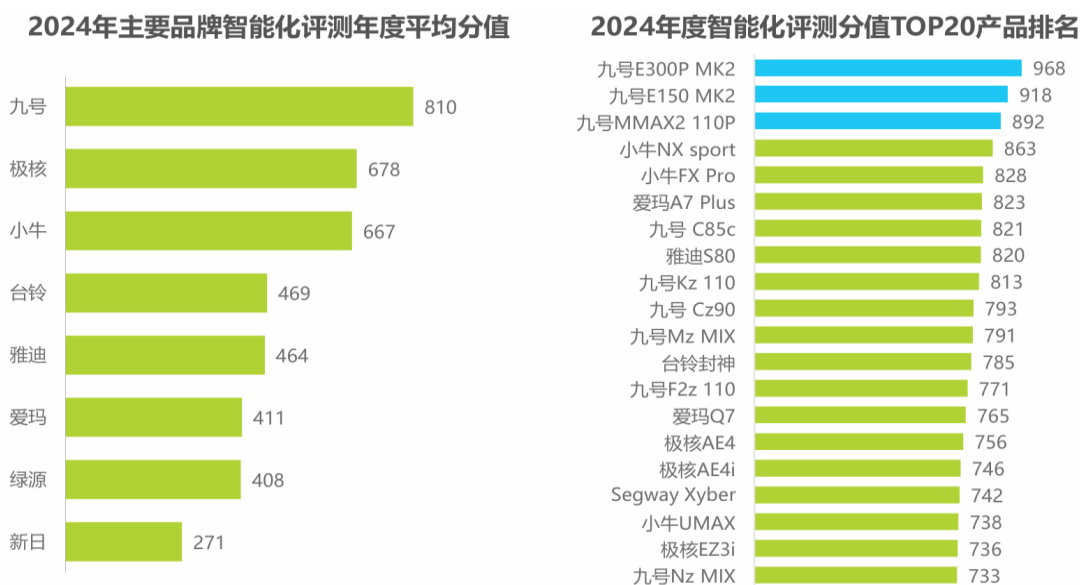
图表15：九号公司智能化配置全面、丰富，渗透全场景，适配不同产品定位

系统名称	核心功能	技术亮点/实现方式	主要优势/特点
RideyGo! 2.0	智能防盗、个性化设置、远程控车、辅助驾驶	传感器群、整车控制单元与云端数据平台深度融合，“端-云-算法”三位一体架构	具备 OTA 持续升级能力，提供可进化、可扩展的智能出行体验
RideyLONG 长续航系统	全局能效优化，显著提升续航里程	轮胎、电机、电控、电池四大模块自研协同：	同等电池容量下，续航里程提升 20%以上
		- 低阻力轮胎（滚动阻力↓27%）	
		- 智能多路况电控能耗管理	
		- 电机（效率↑5%，扭矩↑10%）	
RideyFUN! 仪表系统	导航、娱乐、车辆控制	以大屏交互和 OTA 升级能力为核心	提升用户出行便利性与功能延展性
RideyDrive 全域驾控系统	增强复杂路况适应性与安全性	通过制动、车架、电控等模块的创新自研	形成“智能交互+精准驾控”双重体验壁垒，支撑多场景下的可靠性与竞争力

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究



图表16：九号智能化标签已经成功被消费者接受



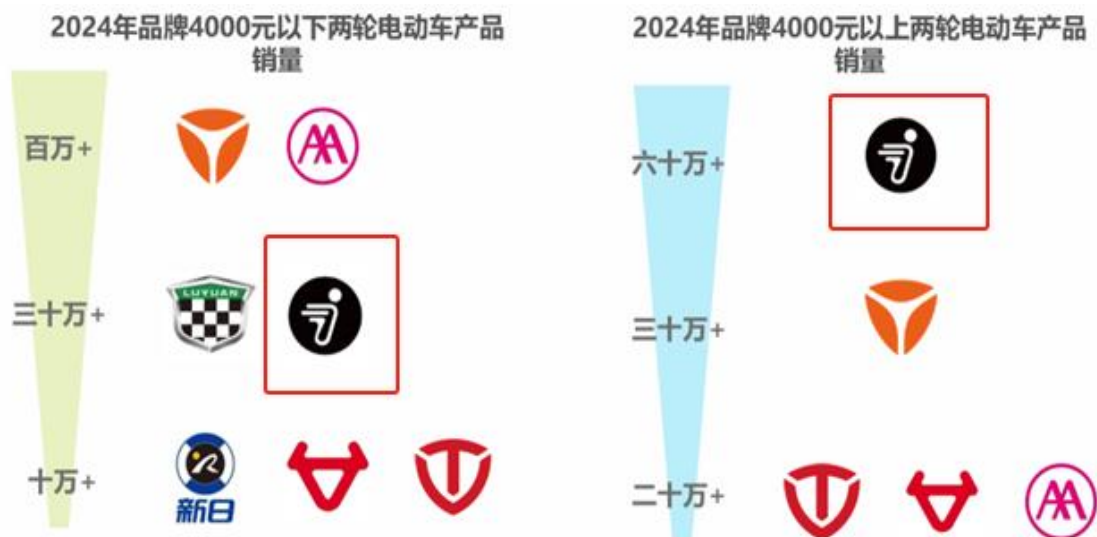
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

目前，九号产品 4000+价位段占比最高，我们认为智能化“代差”+高配低价策略有望在 3000-4000 元价格带加速市场渗透，为销量增长提供核心支撑，主力中端车型智能化配置齐全。

- 1) 供给侧：传统品牌智能化转型相对滞后，九号产品存在配置代差+价格优势。
- 2) 需求侧：根据艾瑞咨询，3000-4000 元价格带偏好人群占比最高，24 年共约 25%；24 年智能化功能关注度持续提升，占比约 32.7%。

我们认为，九号两轮车在 3000-4000 元价格带的销量增长具备可预期性。

图表17：九号产品 4000+价位段占比最高

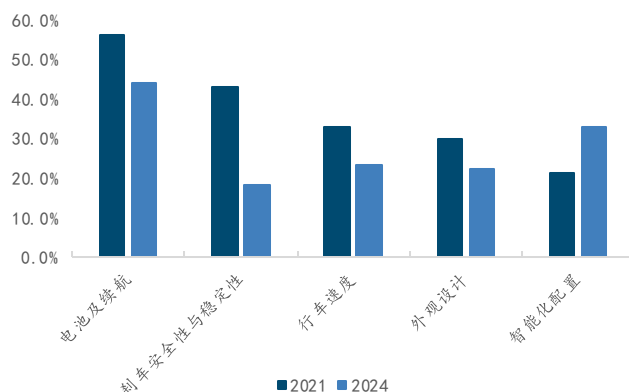
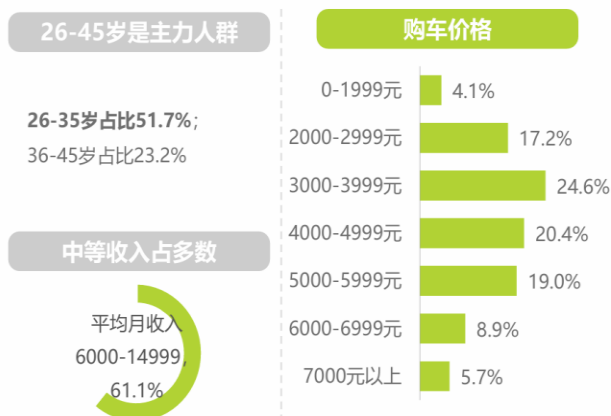


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所



图表18：3000-4999 价格带购车偏好占比最高

图表19：智能化功能关注度持续提升



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表20：3000-4000 价位段，九号两轮车智能化及价格相比同业更优

		3000~4000 价位段			
		九号	雅迪	春风极核	小牛
基础信息	型号	A80+	冠能 T5	AE2	F200
	到手价（元起）	3399	3999	3999	3649
	车型	电动自行车	电动摩托车	电动自行车	电动自行车
续航表现	电池类型	锂电	石墨烯电池	锂电	锂电
	电池容量	48V 24Ah	72V 25Ah	48V 24Ah	48V 20A
	续航（km）	80	100	80	70
	电机	400w	1200w	400w	400w
智能化功能	行驶安全	坡道驻车	方舟安全科技、HDC 智能陡坡缓降功能	TCS 牵引力控制系统	/
	车辆管理	RideyGO 2.0 智能控车	/	/	/
	用户体验	定速巡航	/	定速巡航	定速巡航
	防盗系统	三重定位、AHRS 姿态感应防盗	/	Gps 定位	三重定位、异动监测报警
	电池管理	智能 BMS	无钥匙+NFC	/	/
	骑行辅助	座垫感应、边撑感应、自动锁车	/	边撑感应	/
	车辆续航	整车 OTA	/	整车 OTA	整车 OTA
	运动控制	分段弹簧式前减震 油压阻尼减震后减震	前后液压减震	前液力阻尼式、 五级可调后弹簧减震	前套筒油阻尼式、后 五级可调减震

来源：公司官网、各公司公告、国金证券研究所

智能化发展细分方向仍然广阔，附加价值仍在提升。2025 年 1 月，公司发布真智能 3.0，核心构件是 NinebotOS（短交通行业定制的智能操作系统），具有卓越的开放性和兼容性，支持安卓、iOS 和鸿蒙等多个平台，能够使得智能功能在不同的车型上普及。从音乐播放到导航、通话功能，NinebotOS 通过优化算力分配，使得即使在较低价位的车型上，用户也能体验到智能科技带来的便利。Ninebot OS 基于微内核架构设计的智能操作系统，通过整合云端、终端和边缘计算资源，实现算力的动态调度与协同，确保高安全性、实时性和跨硬件平台的兼容性，显著提升人车交互流畅度与系统迭代效率。在安全性方面，公司



推出了 NinebotSIGHT 智能视觉辅助系统，具备高清行车记录、前向碰撞预警、盲区监测等多项智能预警功能。

此外，基于智能化平台衍生的软件订阅服务正形成可持续收入增量。依托 NinebotOS 赋能的智能化车辆，公司已建立稳定的软件年费模式（单车年费 66 元）。基于存量用户转化及新增智能硬件渗透，成为硬件销售外重要的高附加值收入来源。

综上，我们认为公司在优势高端领域仍具备稀缺竞争力，预期凭借低价市场下沉&高端市场扩容优势保持，综合增长动力强劲。

图表21：政策、技术和需求推动年轻/智能化市场持续扩容



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2.2 渠道端：九号仍处于渠道扩张加速期

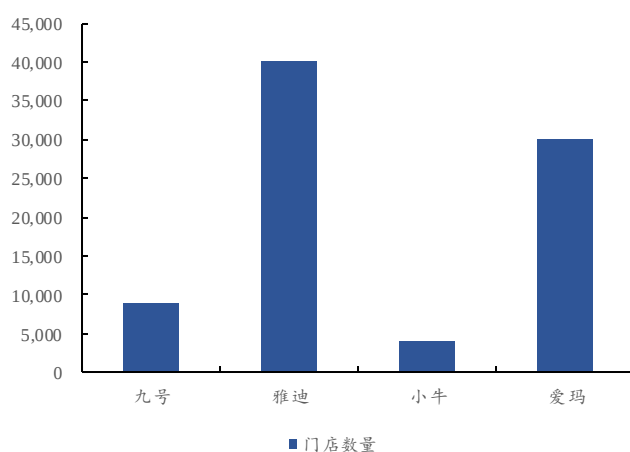
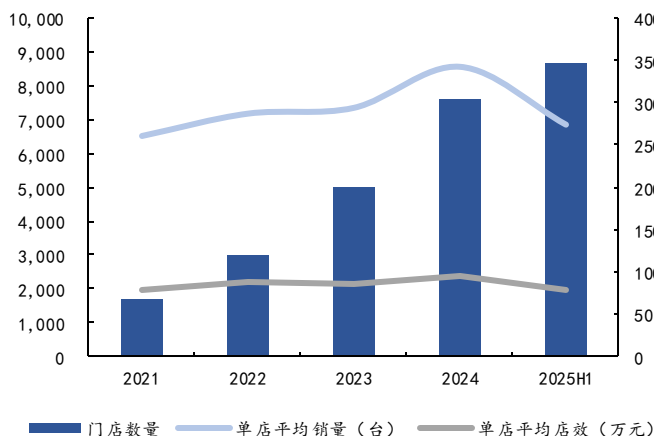
九号渠道管理模式（如线上线下同价、保证经销商合理利润）有助于维持价格体系和品牌形象，反过来支持其溢价能力，从而形成一个“渠道扩张-品牌曝光度提升-销量增长-支持溢价-反哺渠道扩张”的潜在正向循环，实现量价齐升。

1) 在门店数量方面，截至 25H1，九号两轮车线下门店已达 8700 家，但距雅迪、爱玛等老玩家仍有较大差距。随着九号线下渠道扩张加速，我们预计 26 年门店数量有望突破 1 万家。

2) 在单店店效方面，九号 22-25H1 年单店平均销量分别为 288/294/342/275 台，平均店效为 89/85/95/78 万元。25H1 门店营运效率小幅下滑，下半年预计通过淘汰尾部门店，并且加入 2.0 门店结构升级，加入文创周边等社群属性等方式拉升店效。

图表22：九号门店扩张加速，单店平均销量/店效上升

图表23：与老玩家相比，九号门店布局仍有较大上升空间



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，新京报，国金证券研究所



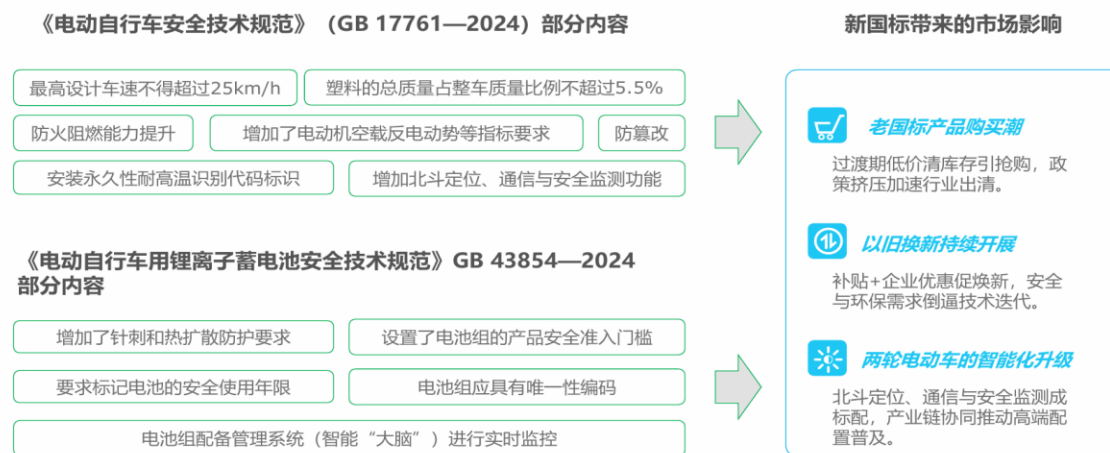
2.3 行业端：H2 新国标落地促使产品结构向中高端倾斜

与 2018 年新国标相比，24 年推出的新国标更聚焦产品侧安全性能的提升和强化，并且考虑了产品实用性，例如：1) 不再强制要求脚踏骑行功能，厂家灵活度提高，可配置其他高性能服务；2) 整车质量限制提升至 63kg；3) 强制安装北斗定位和动态安全检测系统，高智能企业可更为迅速地对应安装相关智能模组联动；4) 防篡改推出，避免小作坊企业改装品牌电动车售卖，需要自行进行产品设计，保护品牌专利。以旧换新角度，部分城市对高能效、智能化车型提供补贴，叠加新国标换购周期，推动中高端产品渗透。

政策倒逼新国标与补贴政策联动，对高标高价车型加大资金支持力度，通过“强监管+高补贴”引导产业结构优化加速。短期看，25H2 新国标的实施以及各地以旧换新政策的兑现，或将刺激存量市场置换潮带动销量增长。长期看，新国标倒逼企业研发高附加值车型，促进产品结构向中高端倾斜，九号智能化两轮车有先发优势。

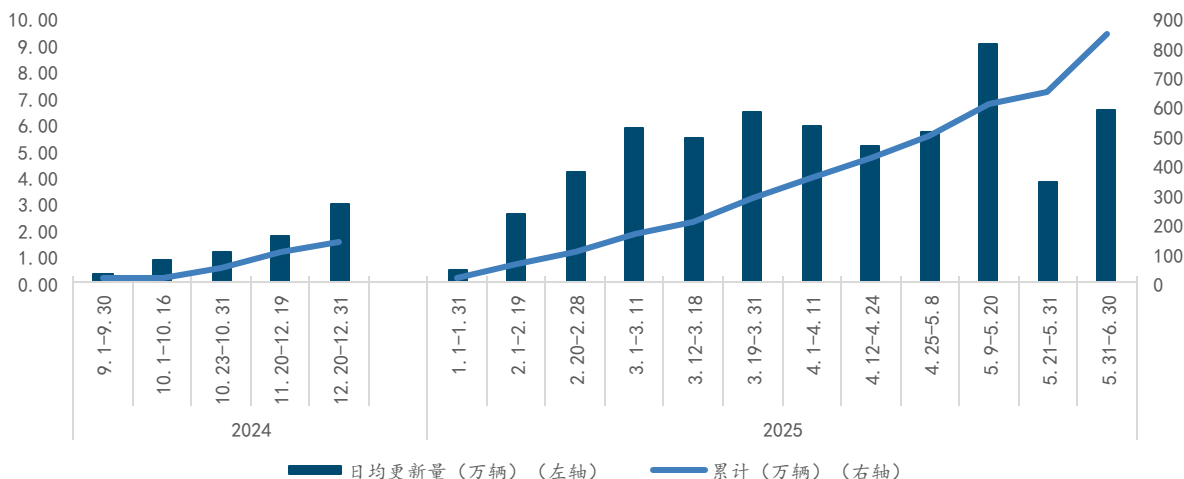
国补角度，以旧换新效果上半年推进显著，促进两轮车企业销量增长，根据商务部，截至 25 年 6 月 30 日，两轮电动车以旧换新累计 846.5 万辆，日均换新量保持较高水平。

图表24：新国标加速技术升级与行业洗牌，推动市场向高质量产品集中



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表25：截至 6 月 30 日，全国电动自行车以旧换新累计量达 847 万辆



来源：商务部，新华社，新华观点，央视新闻，国金证券研究所


图表26：电动自行车安全技术规范（18年 vs24 年）

项目	2018	2024	依据
整车质量	限值 55kg	铅酸电池车 限值 63 kg	1) 2018：装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55 kg；2) 2024：装配完整的电动自行车的整车质量应小于或等于 55 kg，使用铅酸电池的装配完整的电动自行车整车质量应小于或等于 63 kg。
脚踏骑行功能	要求所有车配置	仅要求使用电助动模式的车配置	1) 2018：电动自行车应具有脚踏骑行功能；2) 2024：可以使用电助动模式行驶的电 动自行车应具有脚踏骑行功能
速度	电驱动模式 限速 25km/h	所有限速 25km/h	2024：增加 6.3.3 电动机，要求电动机转速达到额定转速（即 25km/h 运行时对应的转速）并达到热稳定状态时，电动机的输出功率应小于或等于 400W。
塑料使用	无限制	不应超过整车质量的 5.5%	2024：增加 6.5 塑料件占比，电动自行车在非必要条件下不应使用塑料件，使用塑料材质的部件总质量不应超过整车质量的 5.5%。
北斗定位和动态安全检测	无	必备	2024：增加 6.6 北斗定位功能和 6.7 通信功能，要求 1) 电动自行车应内置具备定位信息的采集、存储和发送功能的北斗定位模块；2) 具备采用 TLS 加密的 4G 或 5G 公网通信模块或类似功能的地面通信模块。
防篡改	无	蓄电池、控制器、限速器等关键部件防篡改	1) 2018：蓄电池防篡改，与电池盒合理匹配，电动自行车不得预留扩展接口或外设托架；2) 2024：①电池组防篡改，不得预留接口或线路或外设托架，应具有充放电互认协同功能；②控制器防篡改，不修改不兼容，能识别电池组电压且过压锁定，限流装置不留后门；③限速器防篡改。
产能一致性	无	必备	2024：增加 7 企业质量保证能力和产品一致性，①企业生产能力：配备相应原材料切割弯曲、气体保护焊接、零部件电泳工艺设备以及工件自动化传送带或吊挂输送系统；②企业检测能力：能够满足例行检验和确认检验项目；③企业质量控制能力：建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力，以确保批量生产的产品持续符合标准的要求。

来源：《电动自行车安全技术规范》，国金证券研究所

图表27：各省补贴额度及产品要求对比梳理

	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
湖北	2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	满 1500 元(含)，每辆车补贴 500 元；满 2000 元(含)，每辆车补贴 600 元；满 3000 元(含)，每辆车补贴 700 元；满 4000 元(含)，每辆车补贴 800 元；换购铅酸蓄电池电动自行车新车的，每辆车再额外补贴 100 元	符合《电动自行车行业规范条件》企业生产
上海	2024 年 10 月 16 日-2025 年 6 月 30 日	一次性 500 元购车立减补贴	获得国家强制性产品认证证书
海南	2025 年 2 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	车价 20%补贴，最高 500 元；报废锂离子蓄电池电自，且换购铅酸蓄电池电自，定额补贴 600 元，不再按新车销售价格的 20%给予补贴	符合国家标准
重庆	2025 年 1 月 24 日-2025 年 12 月 31 日	500 元定额资金补贴	符合国家标准
江苏	2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	最终销售价格的 30%，最高不超过 1000 元	符合国家标准及经强制性产品认证



	时间区间	补贴额度	换购车产品要求
云南	2025 年 1 月 21 日-2025 年 12 月 31 日	补贴 500 元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书
广西	2025 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	按新车价格分三档补贴： 2500 元（不含）以下，补贴 300 元 2500 元（含）-3000 元（不含），补贴 400 元 3000 元（含）以上的，补贴 500 元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书
浙江	2025 年 1 月 26 日-2025 年 12 月 31 日	车价 40% 补贴，最高不超过 1200 元	具有符合现行强制性国家标准的产品合格证、强制性产品认证（CCC）证书
北京	2025 年 2 月 8 日-2025 年 12 月 10 日	售价不低于 1500 元新车，500 元/辆；交售老旧锂离子蓄电池电自并购买铅酸蓄电池电自，额外补贴 100 元；对所交售旧车经过电池健康评估，额外补贴 50 元	购买《北京电动自行车产品目录》内新车且依法登记上牌

来源：各政府官网，国金证券研究所

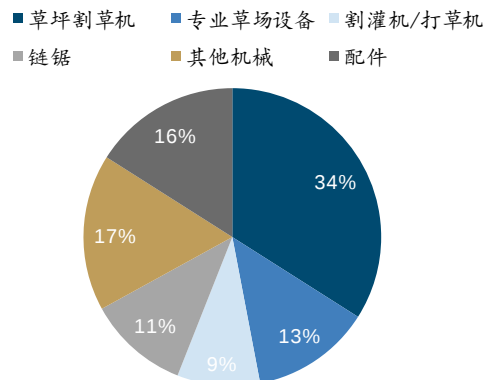
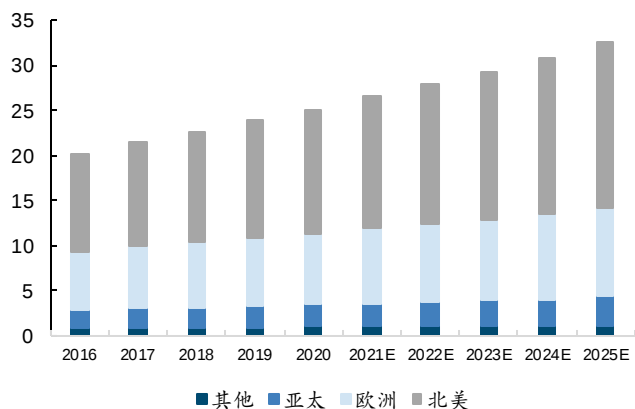
3.割草机器人：行业成长加速，九号具备先发优势

3.1 割草机器人：成长早期，无边界割草机器人渗透加速

欧美庭院数量较多，割草设备刚需型强。根据乐动机器人招股说明书，24 年全球约有 2.5 亿个庭院，主要以欧美市场为主。对于有庭院的家庭而言，每月需要进行 2-3 次的草坪修剪工作，因此割草设备是家庭维护的重要工作，刚需属性强。

图表28：全球 OPE 市场规模（十亿美元）

图表29：全球园林机械行业各细分市场需求占比



来源：泉峰控股招股说明书，国金证券研究所

来源：大叶股份招股书，国金证券研究所

割草机器人的发展历程可分为两大关键阶段：

第一阶段：2021 年，传统园林工具厂商主导

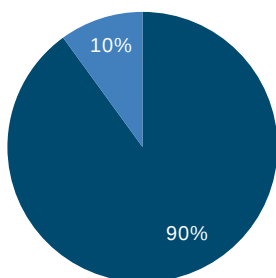
传统割草机 1995 年投入生产，相较于手推/骑乘式割草机初步实现了割草作业的自动化，但早期的割草机器人采用随机碰撞导航技术，存在安装难度大、路径规划效率低、作业时间长、可能对草坪造成过度碾压损伤等弊端，制约了其产品性能的提升。

早期以传统园林工具厂商为主导，截止 22 年 1 月，全球智能割草机器人主要参与者有瑞典的富世华集团（包括 Husqvarna 和 Gardena）、中国宝时得（WORX），两家均为传统园林工具厂商，合计份额高达 90%。



图表30：2022 年传统厂商占据割草机器人 90%市场份额

■富世华+Gardena+宝时得份额 ■其他厂商份额



图表31：传统有边界割草机器人存在效率低、埋线麻烦、易卡顿等问题



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

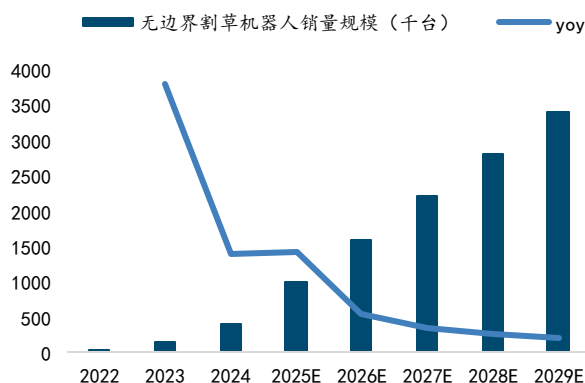
来源：科沃斯官网，国金证券研究所

第二阶段：2021 年-至今，无边界割草机器人渗透率加速提升，九号为代表的科技消费公司迅速崛起

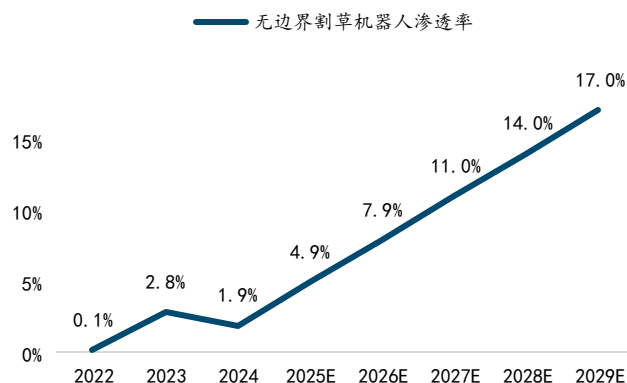
无边界割草机器人通过技术突破实现了完全自主工作、大幅提升了割草效率。无边界割草机器人于 2021 年进入市场，引领了行业新一轮的技术突破。无边界割草机器人颠覆了传统割草机随机碰撞的工作模式，通过集成多传感器融合系统及先进的智能算法，具备了自主建图、全域定位和自主路径规划能力，能够应对更多的复杂环境，实现完全自主、高效的草坪养护，显著提高了割草工作效率。

技术进步+市场需求双重拉动下，无边界智能割草机器人渗透率有望持续提升。据灼识咨询，无边界智能割草机器人的全球销量由 2022 年的 2.9 万台大幅增长至 2024 年的 38.4 万台，在全球割草机市场的渗透率由 0.1% 提升至 1.9%。随着技术进步和市场需求的推动，无边界割草机器人的销量及渗透率有望持续提升，预计 2024-2029 年智能割草机器人的销量复合增速将达到 55%，2019 年销售量将达到约 340 万台，全球渗透率将达到 17%。

图表32：22-24 年无边界割草机器人爆发式增长



图表33：24 年无边界割草机器人渗透率约为 1.9%



来源：乐动机器人招股说明书，国金证券研究所

来源：乐动机器人招股说明书，国金证券研究所

割草机行业参与玩家较多，目前主要可以分为三类：1) 以富世华、宝时得为代表的**传统园林工具龙头**，品牌+渠道壁垒深厚，但在无边界产品和技术的起步落后，份额有所流失。2) 以九号、科沃斯、松灵、追觅等为代表的**科技型跨界企业**，在算法、硬件上具备较好基础，注重科技创新，将割草机器人视为第二增长曲线，在“无边界”技术上具备先发优势，出货量快速提升。3) 以长曜创新为代表的**初创型企业**，近年通过众筹完成融资、投产，通过差异化的方案/技术路线破局。

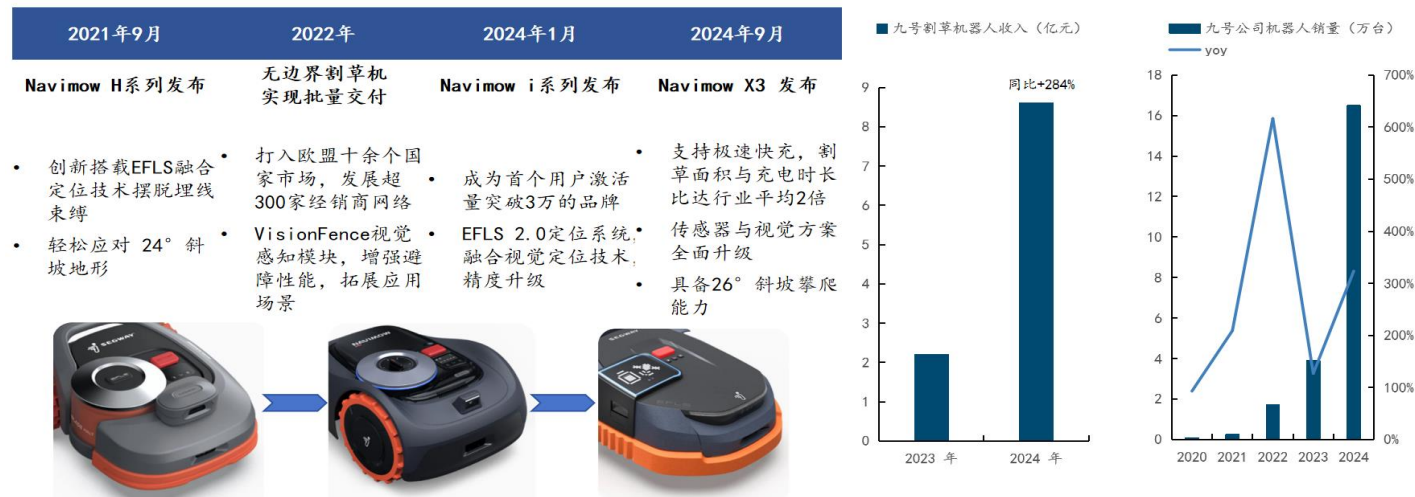
无边界方案较埋线式性能提升明显，其中 RTK+视觉方案逐渐成为主流。目前无边界割草机主要有 UWB、激光雷达+视觉、RTK、RTK+视觉、纯视觉 5 种技术路线，其中 RTK 的主要优势在于精准定位（厘米级别误差），但易出现信号遮挡问题，且需要搭配传感器实时监测动态障碍物，而视觉技术能够利用摄像头对物体实现实时精准识别，有效弥补了 RTK 技术的缺陷，目前 RTK+视觉的方案凭借技术间的互补及成本优势逐渐成为主流技术。



3.2 产品+渠道构筑先发优势，九号无边界割草机器人全球领先

九号聚焦无边界割草机器人业务，产品+技术优势带动业务快速增长。2021年9月，九号公司发布了全球首款无边界智能割草机器人 Segway Navimow H 系列产品，实现智能割草机器人在花园中的厘米级精确定位，2022年九号进驻超过300家经销商店、家用无边界割草机实现批量交付，2023年、2024年公司割草机器人销售规模分别2.2亿元、8.6亿元，机器人销量分别达到3.8万台、16.5万台，规模呈现爆发式增长。

图表34：九号割草机器人产品持续迭代，带动销量大幅增长



来源：公司公告，国金证券研究所

产品快速迭代升级，i系列、X3系列有效拓展多层次客群：

- 24年初，九号推出i系列产品，售价999-1299美元，产品定价低于H系列，性能升级、性价比大幅提升。i系列产品首次引入视觉辅助定位，通过RTK+视觉辅助组合定位系统提升精确度及稳定性，产品定位为“更多消费者的第一台智能割草机”；
- 24年9月，九号再次迭代推出X3系列，售价2299-4999美元，定位轻商场景下的专业级高端市场。X3系列技术规格大幅升级，配备三摄视觉，融合多传感器，实现了复杂环境下的稳定定位，最大割草面积达到10000平方米，搭载超快充技术+大尺寸刀盘，效率比行业平均水平快两倍。

图表35：九号X3系列针对割草机使用痛点进行针对性升级



来源：公司官网，国金证券研究所



与友商产品对比来看，1) 相较于富世华等传统厂商，Navimow 在产品力（定位、避障、续航等核心参数均有不同程度领先）+价格的维度上均有明显优势，2) 与科沃斯、追觅、松灵等国内科技跨界企业相比，产品参数、价格等维度互有长处，在导航方案的选择上各家主要以 RTK 或激光雷达配合视觉的方案为主，Navimow 延续了 RTK+视觉的主流路线，爬坡性能上优于科沃斯、追觅，续航持平与追觅、松灵，但切割高度略弱于竞品。总体来看，Navimow 产品力、价格优势明显领先于传统龙头，较我国跨界对手也具备不错的卖点。

图表36：割草机器人品牌旗舰产品梳理

传统园林机械巨头			科技跨界企业				初创公司	
品牌	Husqvarna (富世华)	Gardena	Segway- Navimow (九号)	科沃斯	追觅	库犸动力 (松灵)	Yarbo (汉阳科技)	长曜创新
国别	瑞典	德国	中国	中国	中国	中国	中国	中国
型号	Automower 405XE NERA	smart SILENO Free	Navimow X315	GOAT A3000	Dreame A1	LUBA 2 AWD 1000H	Yarbo Lawn Mower	AIRSEEKERS TRON 2400
核心技术	GPS 导航	GPS 导航	RTK 升级+ToF 视觉强化	激光雷达+视觉	3D 激光雷达	RTK+视觉	RTK+视觉+模 块化设计	RTK+360° AI 视觉
边界限制	物理电缆/虚拟 边界 (APP 绘制)	无需埋线	无需埋线	无需埋线	无需埋线	无需埋线	无需埋线	无需埋线
最大割草 面积	900 m²	800 m²	1500 m²	800 m²	2000 m²	1000 m²	25000 m²	2400 m²
切割高度 范围	20-55 毫米	25-45 毫米	20-70 毫米	30-90 毫米	30-70 毫米	55-100 毫米	30-100 毫米	30-90 毫米
切割宽度	220 毫米	220 毫米	237 毫米	330 毫米	220 毫米	400 毫米	500 毫米	标准刀片 220 毫米，可选 300 毫米加大 刀盘
攀爬能力	30% (16°)	30% (16°)	50% (26°)	50% (26°)	45% (24°)	80% (38°)	70% (35°)	65% (33°)
续航时间	100 分钟	140 分钟	120 分钟	120 分钟	150 分钟	120 分钟	210 分钟	180 分钟
噪音	60dB	58dB	60dB	62dB	58dB	60dB	60dB	68dB

来源：各公司官网，国金证券研究所

Navimow 海外渠道开拓进程领先，先发优势充足。欧美割草机主要以线下渠道销售为主，不同于初创公司大多只能选择在亚马逊等线上平台销售，Navimow 背靠九号公司，拥有充足的现金流参与线下渠道竞争，并可充分复用九号的海外渠道资源。据公司年报，九号已入驻 Costco、Target、Best Buy、Sam's Club、Media Mart、Euronics、Fanc & Darty、Big5、OBI、Bauhaus 等主流 KA、大型连锁商超、家居建材零售店、园林工具店、户外运动连锁店。

目前 Navimow 已经完成在欧洲渠道的深度布局，先发优势充足，22 年公司智能割草机器人产品已进驻 10 多个欧盟国家，覆盖德语区、比荷卢、北欧、意大利等核心国家和地区，成功进驻 300 多经销商门店；23 年进一步拓展，产品已销售至全球 30 多个国家，成为首个用户激活量达 3 万+的无埋线割草机品牌。欧美渠道壁垒深厚，初创品牌短时间难以快速突破线下渠道，Navimow 有望凭借先发优势充分享受行业扩容红利。



图表37: Segway 在德国的渠道分布



来源: Segway 官网, 国金证券研究所

4. 滑板车传统业务 ASP 显著提升，全地形车/Ebike 平台赋能拓展业务线

4.1 滑板车：传统业务 ASP 显著提升

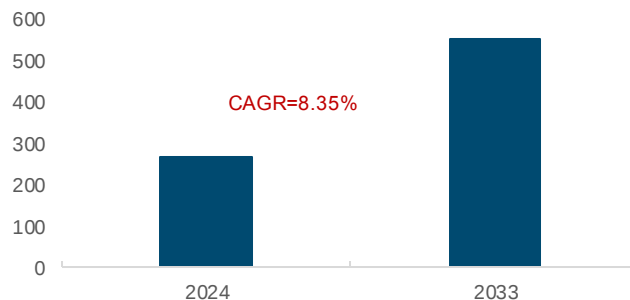
欧美市场是当前电动滑板车的核心消费区域，其短途出行需求与文化基础共同构筑行业渗透空间。北美地区 0~5 英里短途出行占需求总量的 60%，叠加本土滑板文化积淀；欧洲则因通勤人口密集、汽车保有量较低，为电动滑板车提供天然应用场景。同时，欧美发达国家已建立明确监管框架：美加将其归类为免许可证动力车辆，英国限定使用场景于自行车道及道路，人行道禁行，政策规范化初步奠定市场秩序。

行业认证体系完善与共享经济催化推动市场规模持续扩张。在美欧等强制性认证标准引导下，具备资质的企业加速入场，叠加共享滑板车风潮提升消费者认知，行业经营环境显著优化。2024 年全球市场规模达 267.3 亿美元，预计至 2033 年将增长至 550.1 亿美元，年复合增长率达 8.35%，未来全球市场容量有望进一步打开。随着中欧美三大市场同步出台技术规范，低端产能加速出清，具备核心技术能力的头部企业逐步主导市场。行业竞争焦点从价格转向产品性能与技术迭代，推动经营环境进入有序发展阶段。

九号公司通过全场景产品矩阵与技术革新巩固头部地位。Segway 品牌于 2024 年推出覆盖儿童娱乐 (C2 Lite)、轻便通勤 (E2 系列) 至高端性能 (ZT3 Pro) 的全价位产品线。其中 ZT3 Pro 凭借越野性能拓展城市通勤场景，搭载 Segride 增稳系统、RideyLONG 续航技术及双联板减震等第三代平台技术，在安全性、实用性与设计感层面实现代际升级，技术领先性持续强化竞争护城河。25 年 1 月，公司在国际消费类电子产品展览会 CES 上发布了全新升级的第三代电动滑板车 Max G3、F3 系列和 E3 系列产品，同时推出升级款三大技术 IP——滑板车骑行安全稳定技术 SegRide，长续航技术 SegRange2.0 和智能交互技术 SegSmart。截至 25H1，公司电动滑板车产品累计出货量超过 1,400 万台；25H1 营收 22 亿元，同比+37%，扭转负增速态势，ASP 同比提升，其中 25Q2ASP 同比+22%。

图表38: 滑板车发展历程

图表39: 24 年-33 年市场规模 GAGR 约 8.35% (亿美元)



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

来源: 智研咨询, 国金证券研究所



4.2. 全地形车：行业向电动/智能/多功能休闲转型，契合九号产品标签

4.2.1 行业端：北美贡献核心增量，UTV/SSV 主导地位强化，中国企业正在突围

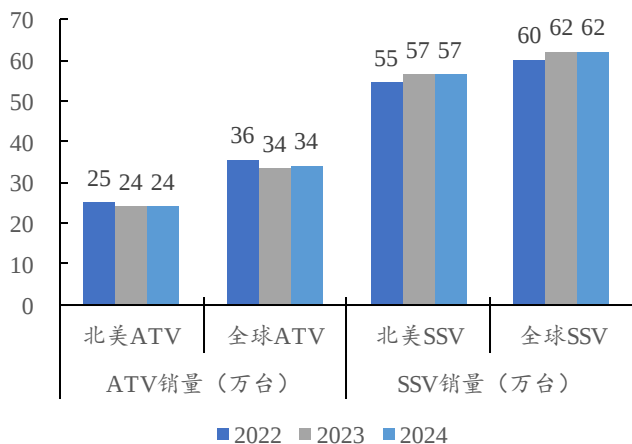
全球全地形车需求仍处复苏阶段，北美市场贡献核心增量。近年来，受全球宏观经济波动、局部地缘政治冲突等因素影响，海外市场在经历疫情初期的短暂增长后，呈现回调态势。根据华经情报网，2024 年，市场需求虽有所回升，但销量仅小幅攀升至约 96 万辆，整体市场仍处于调整与复苏阶段。

根据 Mordor Intelligence 数据，2025 年全球市场规模预计达 174.1 亿美元，2030 年将增至 213 亿美元，2025-2030 年复合增长率（CAGR）为 4.12%。其中北美市场为增长主引擎：2025 年北美 ATV/UTV 市场规模预计 99 亿美元，2030 年将攀升至 144.1 亿美元，CAGR 达 7.8%，增速显著高于全球水平，贡献核心增量。

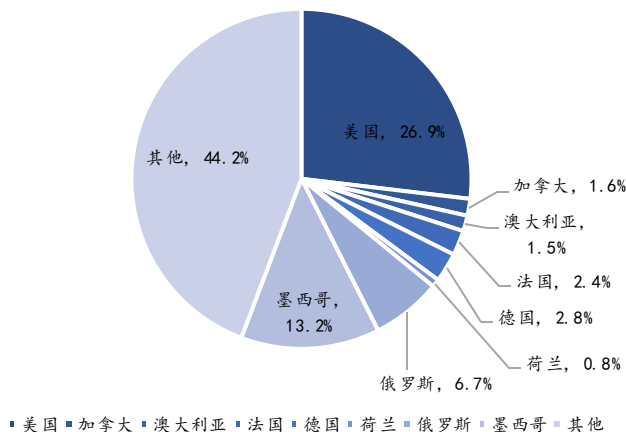
从消费市场分布来看，北美和欧洲长期占据全地形车主要消费区域地位。2024 年北美市场延续强势表现，以 83.85% 的高占比领跑全球。其中，美国凭借庞大的户外休闲需求、完善的消费配套体系，稳居全球最大全地形车消费市场之位。根据海关总署，24 年我国出口海外的全地形车美国占比 26.9%。

基于当前发展态势，未来全地形车产品将呈现以下趋势：1) 电动化加速：环保政策趋严和技术进步将推动电驱动系统普及 2) 智能化升级：自动驾驶辅助、车联网等技术应用 3) 场景细分化：针对狩猎、农场、救援等特定场景的专用车型 4) 模块化设计：可快速更换的功能模块，提升多场景适应性。

图表40：北美贡献核心增量



图表41：全地形车出口美国份额占 26.9%



来源：Polaris 公告，国金证券研究所

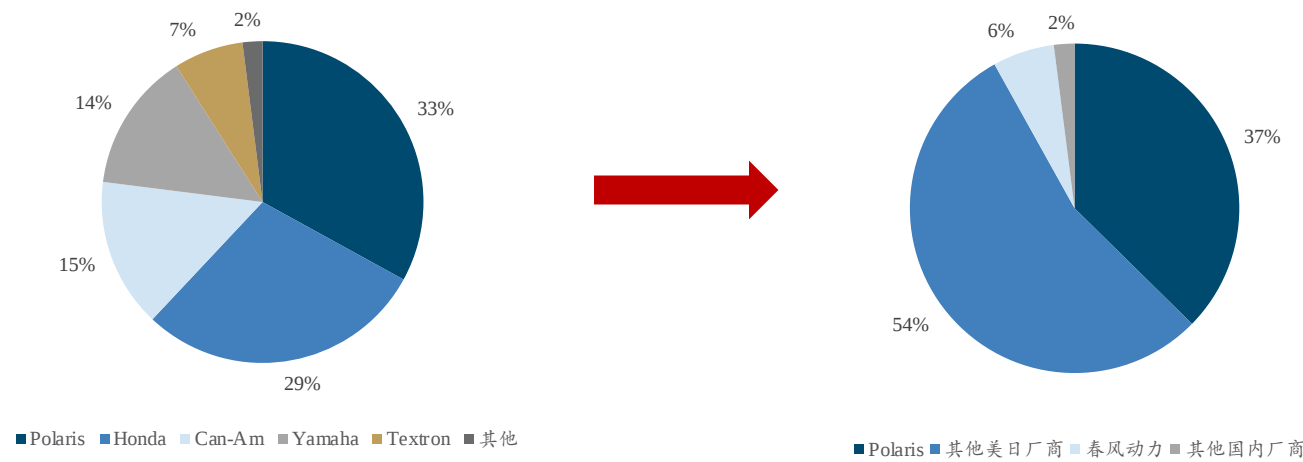
来源：海关总署，国金证券研究所

市场格局角度，2018-2023 年间发生显著变化，中国全地形车企业通过高性价比和差异化策略在海外市场取得突破性进展，份额提升标志着全球产业格局正在重构。

- 北极星(Polaris)：市场份额从 33% 提升至 37%，巩固了行业龙头地位。
- 传统美日厂商：本田(29%)、Can-Am(15%)、雅马哈(14%) 等品牌在 23 年统一归类为“其他美日厂商”，共占 54% 市场份额。
- 中国制造商：2023 年已占据 8% 市场份额，呈现快速崛起态势。



图表42：2018-2023 年中国全地形车企业正在改变行业格局



来源：头豹，商派，国金证券研究所

4.2.2 公司端：混动性能+智能化突破，九号产品定位契合市场趋势

公司产品矩阵已覆盖全场景，全球化扩张成效。公司通过 ATV-Snarler（爬山骑行/复杂地形）、UTV-Fugleman（农场货运）、SSV-Villain（娱乐竞技/赛事）三大系列构建全地形车产品矩阵，全面覆盖越野多场景需求。

传统燃油市场寻求混动性能+智能化突破。九号主打高性能产品线，创新设计，注重细分场景（爬山、竞技等），价格高性能溢价。公司以混动技术与智能化体验构筑核心竞争力，旗舰车型 Super Villain SX20T Hybrid 搭载 2000cc 涡轮增压+70kW 电机，实现 330 马力、3.9 秒百公里加速及 70%爬坡能力。全系具备智能化配置，大幅提升操控精度。

全地形车业务方面，短期销量波动主要受北美市场关税政策扰动及公司主动调整产品结构影响，增速有所放缓，但公司产品向高性能、高溢价细分市场升级的战略取得成效，25H1ASP 上升。2024/25H1 收入 10/5 亿元，同比分别+40/+6%，销量 2.4/1.28 万台，ASP 分别 41091/41959 元。全球全地形车市场扩张，九号凭借 Segway 品牌的加持、产品性能、智能体验和性价比优势，中长期增长潜力依然可观。

图表43：九号公司全地形车产品矩阵

产品	实用&运动型 ATV All Terrain Vehicle			运动型 SSV Side by Side Vehicle			实用型 UTV Utility Terrain Vehicle		
	AT5	AT6 S	AT10 & AT10 W	Villain SX10 & SX10 W 宽版	Super Villain SX20T 燃油版	Super Villain SX20T Hybrid 混动版	UT6	UT10	UT10 Crew
操控方式	摩托车式方向把			汽车式方向盘			汽车式方向盘		
座椅布局	跨坐式（1-2 人）			凹背座椅（2-4 人）			凹背座椅（2-4 人）		
驾驶室	完全开放式			半封闭或封闭式（带防滚架）			半封闭或封闭式（强化安全结构）		
应用场景	单人休闲户外、极限越野、复杂场景、轻度作业			多人越野竞速、户外冒险			多人狩猎巡逻、农场运载、户外作业、休闲越野		
马力（hp）	39	44	97	105	235	330	44	105	105
扭矩（N.m）	44	48	92	93.5	390	570	50	93.5	95



发动机/电机型号	499cc 单缸四冲程双顶置凸轮轴发动机	570cc 四冲程单缸发动机	999cc 四冲程双顶置凸轮轴发动机	1000cc 四冲程并列双缸双顶置凸轮轴发动机	2. 0T GDi	2. 0T GDi+70kW 电机	570cc 四冲程单缸 DOHC 发动机	999cc 四冲程双缸水冷 DOHC 发动机	999cc 四冲程并列双缸 DOHC 发动机
智控系统	√	√	√	√	√		√	√	√
智能触控屏	×	×	×	√	√		√	√	√
前悬行程	180mm	185mm	185mm	360/420mm	510mm		230mm	280mm	260mm
后悬行程	200mm	210mm	210mm	420/450mm	630mm		320mm	240mm	270mm
拖拽能力	612kg	300kg	700kg	—	—		700kg	650kg	1134kg
额定载重	185kg	195kg	270kg	290kg	336kg		682kg	680kg	680kg
爬坡角度	38°	—	38°	—	30°		35°	—	30°
最大速度	95km/h	0—60kph 加速时间 4. 6s	125km/h	—	150km/h		—	—	90km/h

来源：公司官网，国金证券研究所

4.3.E-bike：智能化基因+渠道复用，分散格局下有望突破

电助力单车（E-Bike）凭借其独特的产品定位，正成为解决城市通勤痛点的理想方案，并在政策与文化契合的欧洲市场率先爆发。该车型外观与传统自行车无异，但创新性地将锂电池与电机集成于车架内，实现轻量化设计。其核心优势在于保留了脚踏骑行功能，同时提供智能电助力：用户可自主选择纯人力骑行或在上坡、长距离场景下启动电力辅助，既克服了传统自行车纯靠人力易疲劳的短板，又规避了电动摩托车/重型电单车在城市中笨重、不便的缺点，成为介于两者间更灵活、高效的通勤选择。该品类深度绑定城市骑行文化，在大力推行绿色出行政策、自行车文化成熟且城市化水平高的欧洲地区率先普及。

全球 E-Bike 市场呈现高增长态势，结构性机会集中于欧美成熟市场。据 Allied Market Research，全球市场规模将从 2019 年 403 亿美元增至 2030 年 1186 亿美元（CAGR10.5%）。

欧洲为最大单一市场，2023 年销量达 510 万辆（2011-2023 年 CAGR 17.7%），凭借深厚骑行文化、系统性政策扶持及完善基建，引领全球 E-Bike 产业生态发展。德国作为欧洲增长极，其动能源于全民骑行基础、政府补贴及千公里级自行车道网络支撑。市场格局方面，2024 年前七大厂商（Pon Group、Giant Bicycles、Accell Group、Trek Bicycles、Yamaha、Baltik Vairas、Rad Power Bikes 及 KTM）合计市占率约 31%：Pon Group 通过高端品牌矩阵（Gazelle/Kalkhoff）深耕租赁订阅与车队销售场景，强化数字化服务粘性；Giant 聚焦轻量化长续航技术，以碳中和设计契合可持续消费；Accell Group 融合 IoT 技术构建智能生态，推进政企微出行基建合作；Trek 则借力 Bosch 动力系统优化城市车型，拓展零售网络与消费金融方案。

美国市场在政策催化下加速放量，2022 年销量激增至 110 万辆（达 2019 年 4 倍），预计 2024-2029 年 CAGR 将达 17%，核心驱动来自通勤需求升级、环保政策补贴及骑行基建完善，虽起步较晚但增长动能强劲，需求结构显著区别于欧洲。美国 Specialized 与 Trek 主导高端市场，反映消费者对品牌溢价及技术创新高度敏感；与欧洲通勤主导不同，美国市场更侧重运动/休闲场景，高性能车型溢价空间突出。加拿大则因寒冷气候催生全季节 E-Bike 细分需求，开辟增量赛道。

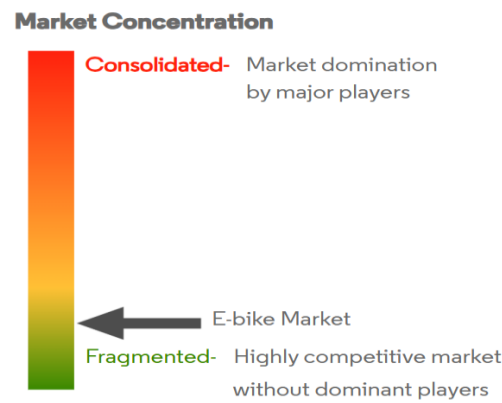


图表44：北美地区增长动能强劲



来源：mordorintelligence，国金证券研究所

图表45：E-bike 市场呈现高度分散格局



来源：mordorintelligence，国金证券研究所

传统 E-bike 厂商虽具产品与渠道先发优势，公司凭借智能化基因与精准产品卡位差异化突围，于 2024 年 1 月推出的 Segway Xafari 与 Xyber 两款新品，针对性解决核心用户痛点。Xafari 主打娱乐探索场景，核心优势在于标配 936Wh 超大电池，有效解决续航焦虑；其铝合金一体铸造车架、全避震系统及 26×3.0 全地形轮组，显著提升复杂路况（城市至近郊）通过性与骑行舒适度。Xyber 则聚焦专业玩家性能需求，搭载 20×5.0 运动胖胎强化多路面适应性，核心差异化在于采用双摇篮车架和专业运动悬吊系统（前后 120mm 行程），大幅提升操控性与极限骑行体验。两款产品分别锚定休闲探索与硬核运动市场，清晰体现差异化竞争策略。

我们认为，面对高度分散的全球 E-bike 市场格局，九号公司凭借智能化基因与渠道复用能力，其产品矩阵拥有广阔的扩张空间与巨大发展潜力。当前全球 E-bike 市场由众多成熟本地品牌主导（如 Aventon 已构建覆盖城市通勤、山地越野、货运、折叠等八类车型的完善矩阵），相比之下，九号现有产品线仍显精简，未来存在显著的品类拓展空间。公司在欧洲市场具备新品拓展潜力，并在传动系统、电池、电机等核心“三电”领域拥有持续创新的技术储备。渠道层面，其 E-bike 业务可高效复用现有电动滑板车成熟的网络资源，为市场渗透提供有力支撑。尤为关键的是，公司积累的电动两轮车智能化功能（如互联控制、安全监测等）具备向 E-bike 产品线迁移的潜力，这将有效提升产品附加值，构筑显著的差异化竞争力，进一步打开市场成长空间。

E-bike 作为新孵化的业务线，其成长性需放眼长期，目前正处于市场导入和渠道建设阶段。公司依托其在智能短交通领域积累的电控技术、品牌口碑和全球渠道/营销网络，伴随市场拓展深化和产品线丰富，业务有望持续贡献增长动力。

图表46：九号 E-bike 产品

	Segway Xafari	Segway Xyber
零售价	USD 2399.99；早鸟价 USD 1999.99	USD 3299.00； 首发价 CNY 9999，零售价 CNY 11999
产品定位	全地形探险电助力自行车，Class 2（限速 32 km/h），主打长续航与舒适越野	摩托车造型，高性能越野电助力自行车，Off-road 用途，极致加速与续航，兼顾智能互联与大功率输出
电机	后轮毂无刷电机，750 W 峰值功率，80 Nm 扭矩	单块电池 3000 W 峰值功率 / 双块电池 6000 W 峰值功率；单电池 120 Nm / 双电池 175 Nm 扭矩
电池	46.8 V 20 Ah (936 Wh) 21700 高能量密度锂电池，BMS 管理	48 V 30 Ah (1440 Wh) 锂电池，支持拓展双电池，BMS 管理
续航	最长可达 142 km (88 mi)；满速 58 km	单电池 56 mi（约 90 km），双电池可达 112 mi（约 180 km）；中国版标称 105 km



最高速度	32 km/h	Off-road 用途时可达 35 mph (约 56 km/h) ; 全球版最高 60 km/h
悬挂	前叉 80 mm 行程 + 后置 70 mm 行程	前叉 110 mm 行程 + 后置 100 mm 行程
轮胎规格	26 × 3.0 inch 全地形轮胎	20 × 5.0 inch 全地形轮胎
整车重量	约 42 kg	约 63 lbs (63 kg)
最大载重	约 120 kg	约 185 kg
显示屏	2.4 inch 全贴合 TFT 彩屏	2.4 inch 全贴合 TFT 彩屏
刹车系统	Tektro 液压盘式制动	前四活塞液压盘式 (220 mm 转子), 后双活塞液压盘式 (180 mm 转子)
防护等级	车身 IPX5; 电池 IPX7	车身 IPX5; 电池 IPX7
充电时长	约 5.3 h	约 3.7 h
智能互联	AirLock 无钥解锁、Apple Find My、GPS 定位、OTA 升级、IoT 云绑定、Segway App	AirLock 无钥解锁、Apple Find My、GPS 定位、OTA 升级、IoT 云绑定、Segway App
产品定位简述	面向越野爱好者的全地形长续航骑行体验	面向极限越野与科技控, 追求速度、扭矩与智能化体验

来源: Ebikes508, Pedl, 国金证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测主要分为自主品牌、ToB 产品直营和定制产品销售三大类。我们预测公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 217/273/331 亿元, 同比+53%/+26%/+21%; 归母净利润分别为 20.61/27.08/35.11 亿元, 同比+90.1%/+31.4%/+29.7%。

从自有品牌来看, 分产品预测为:

电动两轮车: 25H2 新国标落地+以旧换新补贴政策推动下, 行业有望保持稳步增长。公司两轮车产品智能化、高端化优势明显, 市场份额有望提升带动收入保持快速增长, 预计电动两轮车 25-27 年收入分别为 127/154/171 亿元, 同比+76%/+21%/+11%。从量价拆分来看, 预计 25-27 年销量分别为 457/549/604 万辆, 单车 ASP 分别为 2775/2802/2831 元, 较上年分别+0/+27/+29 元, 主要由于虽然公司会在产品端适当做出价格下探, 但整个行业高端化/智能化趋势明显, 应对友商高端产品的持续推出, 公司预计会采取相应措施维持高端品牌优势。该业务毛利率受益于产品结构优化与规模效应, 25H1 已达 24%, 预计保持 24%的水平。

电动平衡车&电动滑板车: 自主品牌收入占比提升, 产品快速迭代, 25Q2 自有品牌零售滑板车均价 2421 元, 同比+22%, 价格显著上行, 预计该产品类型 25-27 年收入分别为 30/35/42 亿元, 同比+21%/+18%/+18%, 该业务毛利率水平预计将维持在 33%。从量价拆分来看, 预计 25-27 年销量 143/164/189 万台, 单车 ASP 为 2094/2157/2221 元, 较上年分别+100/+63/+64 元。

割草机器人: 割草机器人和配送机器人行业需求快速增长, 公司产品布局全面, 机器人产品快速放量。预计该产品类型 25-27 年收入分别为 18/28/41 亿元, 同比+103%/+62%/+44%。尽管均价因产品系列丰富而下探, 但该业务毛利率预计随着快速放量仍能保持 53%的水平。从量价拆分来看, 预计 25-27 年销量 38/68/106 万台, 单车 ASP 为 4617/4155/3823 元, 较上年分别-814/-462/-332 元。

全地形车: 基于现阶段竞争格局, 且尚处于市场渗透初期, 同时考虑国际贸易摩擦对终端消费行为的抑制作用, 预计该产品类型 25-27 年收入分别为 13/18/27 亿元, 同比+37%/+37%/+47%。毛利率预计保持在 26%的水平。

配件及其他产品: 主要来自 E-bike、配件及服务, E-bike 沿用两轮车逻辑主打欧洲市场, 未来有望保持增长, 配件及服务与整体收入增速保持一致, 预计该产品类型 25-27 年收入分别为 19/28/42 亿元, 同比+40%/+50%/+50%。毛利率预计稳定在 40%, 贡献稳定利润。

受益于高毛利产品(割草机器人)收入占比提升、以及两轮车以旧换新补贴提升中高端产品的价格竞争力、价格战结束行业格局边际向优影响, 产品力持续向上拉高均价, 我们预计 25-27 年公司综合毛利率分别为 29.7%/30.4%/31.2%, 呈现稳步提升态势。



费用端：我们预计销售费用率从 25 年的 7.7% 微降至 26-27 年的 7.5%，主要得益于品牌效应增强带来的边际获客成本下降及规模效应；管理费用率将稳定控制在 5.9%；研发费用率保持 5.8% 较高水平，表明公司持续投入产品智能化与技术迭代，以巩固长期竞争优势。

综上，我们预测公司归母净利润 20.61/27.08/35.11 亿元，同比+90.1%/+31.4%/+29.7%。

图表47：公司收入预测拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	101	102	142	217	273	331
Yoy	11%	1%	39%	53%	26%	21%
毛利率	26%	27%	28%	30%	30%	31%
1. 自主品牌	62	82	129	206	264	322
Yoy	43%	31%	57%	60%	28%	22%
其中：						
电动两轮车	27	42	72	127	154	171
YoY	100%	59%	70%	76%	21%	11%
销售量（万台）	86	147	260	457	549	604
YoY	94%	71%	77%	76%	20%	10%
均价（元）	3,087	2,876	2,775	2,775	2,802	2,831
YoY	3%	-7%	-4%	0%	1%	1%
毛利率	16%	19%	21%	24%	24%	24%
零售滑板车	23	21	25	30	35	42
YoY	22%	-7%	17%	21%	18%	18%
销售量（万台）		108	124	143	164	189
YoY			15%	15%	15%	15%
均价（元）		1957	1994	2,094	2,157	2,221
YoY			2%	5%	3%	3%
毛利率	29%	29%	33%	33%	33%	33%
割草机器人	1	3	9	18	28	41
YoY	467%	109%	241%	103%	62%	44%
销售量（万台）	2	4	16	38	68	106
YoY	617%	127%	323%	130%	80%	56%
均价（元）	7,036	6,483	5,431	4,617	4,155	3,823
YoY	-21%	-8%	-16%	-15%	-10%	-8%
毛利率	49%	53%	51%	53%	53%	53%
全地形车	6	7	10	13	18	27
YoY	-26%	19%	40%	37%	37%	47%
毛利率		25%	22%	26%	26%	26%
配件及其他产品	6	9	13	19	28	42
YoY	69%	51%	50%	40%	50%	50%
毛利率	28%	39%	40%	40%	40%	40%
2. ToB 产品直营	26	16	12	10	9	8
Yoy	44%	-40%	-24%	-20%	-10%	-10%
3. 定制产品销售	12	4	1	1	1	1
Yoy	-19%	-48%	-35%	-30%	-10%	-10%

来源：公司公告，国金证券研究所



5.2 投资建议

采用可比估值法,我们选取主营业务相似的雅迪控股、爱玛科技与春风动力作为可比公司,25-27 年可比公司平均 PE 为 16/14/12X,预计公司 25-27 年归母净利润为 21/27/35 亿元人民币,公司目前股价对应 25-27 年 PE 为 24/18/14X。考虑到公司在行业内电动两轮车业务,具备显著的智能化先发优势,且在多新兴领域领域具备较大发展潜力,我们给予公司 2026 年 21 倍 P/E,对应目标价 79.35 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表48: 可比公司估值对比

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本(百 万)	总市值(亿 元)	归母净利润(亿元)				PE			
					24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
1585. HK	雅迪控股	14.1	3,113	437.3	12.7	29.2	33.9	38.7	29.8	15.0	12.9	11.3
603529. SH	爱玛科技	34.4	869	298.8	19.9	26.0	30.9	35.5	15.0	11.5	9.7	8.4
603129. SH	春风动力	278.1	153	424.3	14.7	18.6	23.5	28.6	28.8	22.8	18.0	14.9
	平均值								24.5	16.4	13.5	11.5
	中位数								28.8	15.0	12.9	11.3
689009. SH	九号公司	68.1	716	487.6	10.8	20.6	27.1	35.1	45.0	23.7	18.0	13.9

来源: iFind, 国金证券研究所; 股价基准日为 2025 年 9 月 18 日, 雅迪控股、爱玛科技、春风动力均采用 ifind 一致预期; 归母净利润均为人民币

6 风险提示

人民币汇率波动。美元/欧元兑人民币汇率波动可能直接冲击毛利率,尤其在欧洲市场增长加速阶段,汇兑损益对净利润影响或放大。

海外政策监管风险。若欧美国家对电动滑板车路权、安全认证标准或共享运营牌照政策收紧,可能抑制短期需求释放,影响公司主力业务增长弹性。

新业务投入回报不及预期。全地形车/E-bike 等新赛道需持续投入研发及渠道建设,若市场教育进度滞后(如 E-bike 欧洲渠道协同效应低于预期),可能拖累短期盈利表现。

原材料价格大幅波动的风险。两轮车成本中原料占比较高,若后续原料价格大幅波动,将对盈利能力产生冲击。

行业竞争加剧。①电动两轮车市场遭遇雅迪/爱玛等传统厂商仍具渠道等优势;②割草机器人领域多玩家入场,技术差异化优势存在被稀释风险。

大股东减持。公司 8 月完成询价转让,共 1438.89 万份存托凭证(占总股本 2.00%),交易总额约 7.88 亿元,转让价格为 54.79 元/份。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,124	10,222	14,196	21,694	27,340	33,101
增长率		1.0%	38.9%	52.8%	26.0%	21.1%
主营业务成本	-7,495	-7,472	-10,188	-15,247	-19,028	-22,760
%销售收入	74.0%	73.1%	71.8%	70.3%	69.6%	68.8%
毛利	2,630	2,750	4,008	6,447	8,312	10,341
%销售收入	26.0%	26.9%	28.2%	29.7%	30.4%	31.2%
营业税金及附加	-42	-57	-72	-108	-123	-149
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-925	-1,023	-1,101	-1,670	-2,051	-2,483
%销售收入	9.1%	10.0%	7.8%	7.7%	7.5%	7.5%
管理费用	-600	-676	-837	-1,280	-1,613	-1,953
%销售收入	5.9%	6.6%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
研发费用	-583	-616	-826	-1,258	-1,586	-1,920
%销售收入	5.8%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	479	378	1,173	2,130	2,940	3,837
%销售收入	4.7%	3.7%	8.3%	9.8%	10.8%	11.6%
财务费用	171	136	109	197	148	196
%销售收入	-1.7%	-1.3%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-170	-105	-39	-20	-20	-20
公允价值变动收益	79	148	-15	-15	-15	-15
投资收益	-24	-42	20	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	1.5%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	565	564	1,329	2,405	3,166	4,111
营业利润率	5.6%	5.5%	9.4%	11.1%	11.6%	12.4%
营业外收支	-3	77	-10	20	20	20
税前利润	563	641	1,319	2,425	3,186	4,131
利润率	5.6%	6.3%	9.3%	11.2%	11.7%	12.5%
所得税	-114	-45	-234	-364	-478	-620
所得税率	20.3%	7.0%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	449	596	1,085	2,061	2,708	3,511
少数股东损益	-2	-2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	451	598	1,084	2,061	2,708	3,511
净利率	4.5%	5.9%	7.6%	9.5%	9.9%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	449	596	1,085	2,061	2,708	3,511
少数股东损益	-2	-2	1	0	0	0
非现金支出	358	330	277	201	226	250
非经营收益	-87	-125	-18	-117	-28	-28
营运资金变动	1,122	1,577	2,749	1,680	1,665	1,767
经营活动现金净流	1,841	2,378	4,093	3,826	4,571	5,500
资本开支	-433	-809	-545	-437	-424	-422
投资	-259	339	-1,947	-1,745	-1,045	-1,045
其他	30	16	29	20	20	20
投资活动现金净流	-662	-454	-2,462	-2,162	-1,449	-1,447
股权募资	74	73	19	0	0	0
债权募资	-5	0	0	-13	3	2
其他	-19	-220	-532	-301	-300	-300
筹资活动现金净流	50	-147	-513	-314	-298	-298
现金净流量	1,270	1,800	1,132	1,350	2,824	3,755

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,081	4,974	7,473	8,819	11,639	15,392
应收款项	1,253	1,053	1,203	1,686	2,125	2,572
存货	1,817	1,108	1,839	1,880	2,346	2,806
其他流动资产	1,058	571	1,886	3,128	3,969	4,811
流动资产	7,209	7,706	12,401	15,512	20,079	25,581
%总资产	76.7%	71.0%	79.1%	80.1%	82.4%	84.4%
长期投资	464	704	375	605	835	1,065
固定资产	1,039	1,214	1,535	1,647	1,844	2,019
%总资产	11.1%	11.2%	9.8%	8.5%	7.6%	6.7%
无形资产	518	1,004	1,040	1,068	1,094	1,117
非流动资产	2,185	3,143	3,277	3,852	4,304	4,729
%总资产	23.3%	29.0%	20.9%	19.9%	17.6%	15.6%
资产总计	9,394	10,850	15,678	19,364	24,383	30,309
短期借款	25	51	61	47	50	52
应付款项	3,262	4,066	6,838	8,444	10,537	12,607
其他流动负债	928	1,030	2,229	2,601	3,096	3,719
流动负债	4,216	5,147	9,128	11,092	13,683	16,378
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	207	169	316	277	296	316
负债	4,423	5,316	9,443	11,369	13,979	16,694
普通股股东权益	4,898	5,457	6,156	7,918	10,326	13,537
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-2,620	-2,018	-934	1,127	3,835	7,346
少数股东权益	49	77	78	78	78	78
负债股东权益合计	9,369	10,850	15,678	19,364	24,383	30,309

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.632	0.829	1.512	2.877	3.779	4.900
每股净资产	6.869	7.568	8.585	11.051	14.412	18.893
每股经营现金净流	2.583	3.299	5.707	5.340	6.380	7.677
每股股利	0.000	2.835	11.310	0.420	0.420	0.420
回报率						
净资产收益率	9.20%	10.96%	17.61%	26.04%	26.23%	25.94%
总资产收益率	4.81%	5.51%	6.91%	10.65%	11.11%	11.58%
投入资本收益率	7.60%	6.22%	15.09%	22.23%	23.68%	23.69%
增长率						
主营业务收入增长率	10.70%	0.97%	38.87%	52.82%	26.03%	21.07%
EBIT 增长率	1.49%	-21.16%	210.78%	81.51%	38.04%	30.51%
净利润增长率	9.73%	32.72%	81.29%	90.15%	31.36%	29.66%
总资产增长率	22.51%	15.81%	44.50%	23.51%	25.92%	24.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.8	38.3	26.4	26.0	26.0	26.0
存货周转天数		71.5	52.8	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	90.4	85.7	74.4	74.0	74.0	74.0
固定资产周转天数	33.8	38.2	30.4	20.8	16.9	14.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.16%	-93.21%	-139.11%	-144.22%	-145.62%	-144.70%
EBIT 利息保障倍数	-2.8	-2.8	-10.8	-10.8	-19.9	-19.6
资产负债率	47.20%	49.00%	60.23%	58.71%	57.33%	55.08%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	29	36	70
增持	0	1	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.22	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究