

公司研究

两轮车业务：围绕核心目标人群，提供全生命周期用户体验

——九号公司-WD（689009.SH）动态跟踪报告（一）

要点

九号公司 2020-2025 年两轮车板块年销量实现大幅跃迁，其中 2024/2025H1 销量是 260/239 万台（同比+77%/+100%），品牌势能强劲。同时，规模效应及产品结构优化下毛利率持续抬升，2024/2025H1 毛利率分别为 21.1%/23.7%，处于行业领先地位。

公司两轮车业务亮眼的经营数据背后的驱动因素是什么？驱动因素是否仍然存在？

差异化的产品：智能化是两轮车产品差异化的重要来源之一，九号智能化标签突出。消费者购买两轮车的主要原因是代步或配送，选择产品时考虑的前三要素是耐用性、续航、智能化。成熟供应链使得符合大众需求的耐用和续航变成标配，智能化作为创新点成为产品差异化的主要来源之一。九号品牌智能化形象突出，通过全矩阵产品展现智能化，根据艾瑞咨询数据，2024 年 TOP20 两轮电动车智能化产品中九号占据半数席位。

用户型企业的经营思维：通过在营销和产品侧精细化运营，提升多维度用户体验。九号两轮车用户特征呈现年轻消费者居多（25 年 618 期间 35 岁以下占 66%，下同）、线上购买比例高（占比 66%），与行业整体特征差异明显（年龄更均衡、线下购买为主）。其背后是公司差异化经营的结果：**1) 需求端：**以年轻人为代表的“互联网原住民”触网粘性、消费意愿和能力更强，该群体仍在持续增长；**2) 供给端：**公司围绕核心用户人群，通过精准营销触达客户、提供符合细分人群和场景的产品满足用户体验。

高度耦合的研发体系：“研发组织-研发机制-研发人才”三要素的高度耦合是公司持续打胜仗的根本原因，同样也是公司守城的关键要素。**1) 矩阵化组织：**集权和分权的结合，既保证战略方向的准确性、资源投放的力度和持续性，同时提供了组织活力及产品、技术的不断创新；**2) 双线研发机制：**研发组织按“研”、“发”去耦管理，兼顾短期和长期目标，保持竞争优势；**3) 研发人员：**①核心管理人员：打过胜仗的资深产品经理，对业务有深刻的理解；②产品经理：有较大的决策权，是公司企业家精神的落脚点；③长短期激励：绑定研发人员，保持团队稳定性和人才复利的积累。

未来看点：门店数量和店效均有提升空间，产品持续迭代&强化“后市场”用户体验。

1) 门店数量&店效：2024/25H1 门店数量分别为 7600/8700 家，预计年底增长至 9500 家、公司 O2O 模式下坪效天花板打开；**2) OTA：**通过持续升级 OTA，消费者在用车的全周期能够享受到持续更新的用户体验；**3) 维修售后：**产品质保期从整车、车架、零部件均行业领先，同时服务中心数量大幅提升。

盈利预测、估值与评级：九号公司聚焦短交通和机器人领域，研发投入及商业化转化效率高，国际化和多元化战略保障成长空间。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预测为 20/27/35 亿元，现价对应 PE 为 23、18、14 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业需求不景气、行业竞争加剧、新品销量不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,222	14,196	20,763	26,217	31,801
营业收入增长率	0.97%	38.87%	46.26%	26.27%	21.30%
归母净利润（百万元）	598	1,084	2,043	2,710	3,459
归母净利润增长率	32.72%	81.29%	88.46%	32.65%	27.63%
EPS（元）	8.29	15.12	28.52	37.83	48.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.96%	17.61%	27.65%	28.88%	29.08%
P/E	81	44	23	18	14
P/B	8.8	7.8	6.5	5.1	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-30；公司 2023 年末、2024 年末、最新总股本分别为 72.10、71.71、71.65 百万股（注：1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

买入（维持）

当前价：66.90 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

分析师：周方正

执业证书编号：S0930525060003

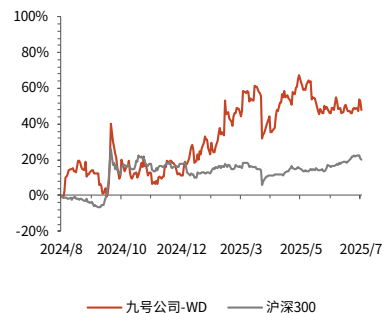
021-52523855

zhoufangzheng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.72
总市值(亿元):	479
一年最低/最高(元):	57.33/77.00
近 3 月换手率:	162.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.74	-13.36	25.10
绝对	-3.11	-4.79	47.63

资料来源：Wind

目录

1、两轮车业务：智能化领先的用户型企业，提供多维度用户体验	4
1.1、发展历程：智能化升级和产品矩阵延展是业务发展的基石	4
1.1.1、智能化升级：通过软硬件结合，提升用户产品体验	4
1.1.2、产品迭代：构建匹配用户需求和应用场景的产品矩阵	5
1.1.3、经营情况：品牌势能强劲，规模效应下毛利率持续抬升	6
1.2、品类分析：智能化是产品差异化的主要来源之一，九号品牌智能化标签行业领先	7
1.3、用户型企业：聚焦核心目标人群，多维度提供用户体验	9
1.3.1、需求端：泛年轻群体——代际消费变化下的结构增量市场	9
1.3.2、营销侧：精准营销细分人群，有效触达并转化目标群体	11
1.3.3、产品侧：针对用户特征和应用场景深度打磨产品，满足细分人群需求	13
2、研发体系：高人才密度的研发体系，产品经理是核心一线	15
2.1、研发组织与机制	15
2.1.1、矩阵化组织：集权和分权确保战略方向和组织活力	15
2.1.2、双线研发机制：兼顾短期和长期目标，保持竞争优势	16
2.2、研发人员	17
2.2.1、核心管理人员：长期稳定，同时具备资深的产品开发经验	17
2.2.2、研发投向：多维度绑定研发人才，支撑持续创新和迭代	17
3、未来看点：品牌势能保持强劲，强化“后市场”用户体验	19
3.1、渠道端：门店数量仍处于扩张期，O2O 模式打开坪效天花板	19
3.2、产品&OTA：产品拓展和升级方向明确，OTA 服务成后市场环节重要收入来源	19
3.3、维修售后：后市场积极布局，闭环全生命周期用户体验	21
4、盈利预测和投资建议	22
5、风险分析	22

图目录

图 1：九号两轮车智能化升级方向	5
图 2：2020-2025H1 九号公司电动两轮车销量	6
图 3：部分企业电动两轮车产品出厂均价（元）	7
图 4：部分企业电动两轮车产品毛利率（%）	7
图 5：车主购买两轮电动车原因 TOP10	8
图 6：车主购车产品关注因素 TOP10	8
图 7：2024 年主要品牌智能化评测年度平均分	8
图 8：2024 年度智能化评测分值 TOP20 产品排名	8
图 9：行业整体 VS 九号公司两轮车用户年龄比较	9
图 10：行业整体 VS 九号公司两轮车购买渠道比较	9
图 11：泛年轻人群月活跃规模及城市等级分布	10
图 12：泛年轻人群 VS 全网人群线上使用习惯	10
图 13：高线城市 90 后消费习惯	11
图 14：2020-2025H1 两轮车企业销售费用率对比	11
图 15：2020-2024 九号销售费用结构占比拆分	11
图 16：2025 年各大网络视频平台用户画像	12
图 17：2025 年各大网络社交平台用户画像	12
图 18：九号公司与 B 站线下活动	13
图 19：九号组织线下车友会	13
图 20：九号 F2z 110 MAX 型号两轮车配置	14
图 21：九号 Q3 系列两轮车配置	14
图 22：九号公司矩阵化研发组织体系（集体决策机制与水平项目制的结合）	15
图 23：九号公司双线研发机制	16
图 24：2020-2025H1 两轮车企业研发费用率对比	18
图 25：2020-2024 九号研发费用结构占比拆分	18
图 26：九号公司两轮车门店数量及其增速	19
图 27：九号公司两轮车店效及其增速	19
图 28：九号 M5 系列智能电摩（25 年 8 月新品）	20
图 29：九号公司与宝马集团合作（24 年 11 月合作签约）	20
图 30：九号公司 Nimble OS 系统	20
图 31：Nimble OS 系统将智能化植入底层系统	20
图 32：九号公司首家综合服务中心（北京店）	21
图 33：九号公司首家综合服务中心（北京店）	21

表目录

表 1：2020-2025 九号两轮车型号汇总	5
表 2：研发体系核心管理团队	17
表 3：九号公司研发投入相关指标	18
表 4：公司盈利预测与估值简表	22

1、两轮车业务：智能化领先的用户型企业，提供多维度用户体验

1.1、发展历程：智能化升级和产品矩阵延展是业务发展的基石

九号公司创立于 2012 年，自创立以来一直聚焦短交通领域，业务涵盖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。产品品类包括电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、全地形车、服务机器人、E-bike 等。

公司于 2017 年开始布局电动两轮车，2019 年 12 月发布第一款产品，目前电动两轮车板块已成为公司核心业务（2025 年 H1 收入占比达 58%）。复盘历史，公司的两轮车发展沿着智能化升级和产品拓圈两大方向发展。

1.1.1、智能化升级：通过软硬件结合，提升用户产品体验

真智能 1.0（2019-2020 年）：通过创新智能功能提升骑行体验。

两轮车产品均配备自主研发的 RideyGo 即停即走系统（接近车辆即可通过 Ninebot Airlock 感应解锁技术自动解锁，停车后快捷锁车）、三重定位功能（GPS、北斗、基站）、AHRS 姿态感应系统（车辆异动和倾倒报警），这也是九号两轮车智能化的 1.0 阶段。

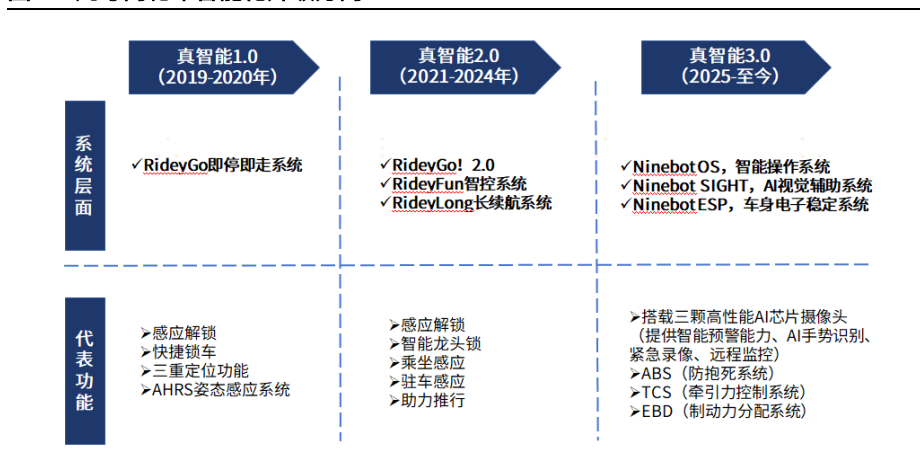
真智能 2.0（2021-2024 年）：软件定义硬件，打造自研的 MoleDrive 和 ABS 系统,革新驾驶感受。

2021 年发布真智能 2.0（包含 RideyGo! 2.0、RideyFun 智控系统、RideyLong 长续航系统），针对应用场景智能化含五大功能（NinebotAirLock 感应解锁、智能龙头锁、乘坐感应、驻车感应和助力推行），为用户在开锁、骑行、停车、驻车、推车的全场景中提供服务。

真智能 3.0（2025-至今）：“享(Enjoy)”为核心关键词，为用户创造享科技、享乐趣、享生态和享服务的骑行乐趣。

- 1) 2025 年 1 月，九号公司举办「真智能 3.0」技术发布会，一是发布 Ninebot OS 智能操作系统，深度融合云、端、边算力，不仅重构了真智能的底层架构，还推动智能功能在更广泛的车型上实现普及。
- 2) 发布 Ninebot SIGHT（九号 AI 视觉辅助系统），硬件上搭载三颗高性能 AI 芯片摄像头（提供 2K 高清行车记录功能，集成前向碰撞预警、盲区监测、车道偏离警告等智能预警能力、AI 手势识别、紧急录像、远程监控）。
- 3) 发布 Ninebot ESP（九号车身电子稳定系统），通过整合自研的 ABS（防抱死系统）、TCS（牵引力控制系统）、EBD（制动力分配系统），全面提升两轮车的安全性能。

图 1：九号两轮车智能化升级方向



资料来源：公司年报，光大证券研究所

1.1.2、产品迭代：构建匹配用户需求和应用场景的产品矩阵

九号公司通过“价格分层+场景细分”，用不同系列、型号覆盖从基础代步到高端体验的需求，既抓住大众通勤刚需，又用个性化、女性专属车型挖掘细分市场，构建起“全人群+全场景”的两轮车产品矩阵。

2019-2020 年：首次发布电自和电摩车型，定位中高价格段

2019 年 12 月公司正式发布首款智能电动两轮车，2019-2020 年陆续发布的产品包括电动摩托车九号 E 系列和电动自行车九号 C 系列、B 系列。

2021-2022 年：价格段两端延展，补齐产品矩阵

- 1) 价格下沉：2021 年发布电摩 N 系列和电自新 C 系列、A 系列。
- 2) 产品升级：2022 年发布 Bmax 系列、F 系列、A+系列、MMAX 系列。

2023-2025 年：重视细分人群和细分场景，覆盖更广泛人群

- 1) 2023 年发布电动摩托车 E300P、电动自行车 M95C、V30C、MMAX110P、Q 系列等产品。
- 2) 2024 年发布猎户座 EVA 联名款、MIX 家族以及升级 C 系列、远行者 F2z 110、远航家 M+系列、趣味十足的魔术师 K 系列、电动摩托车 E 系列 MK2、性能巅峰的旗舰产品 E300P MK2、以及电动自行车标杆机械师二代及其明日香联名款、旗舰车型 E300P MK2。

表 1：2020-2025 九号两轮车型号汇总

电动自行车		电动摩托车	
系列	价格区间	系列	价格区间
电动 V 系	¥2,599 - 2,999	Q	¥3,599 - 4,799
电动 A 系	¥2,499 - 4,899	N	¥3,799 - 4,499
A2z	¥2,999 - 4,299	N3	¥4,099 - 4,899
电动 B 系	¥2,999 - 7,199	Q3	¥4,999 - 5,699
电动 C 系	¥3,199 - 7,099	远航家 M	¥4,999 - 6,599
Qz1 MIX	¥3,399	妙想家 C	¥5,399 - 5,799
Qz MIX	¥3,799 - 5,299	Q5	¥6,099 - 7,399

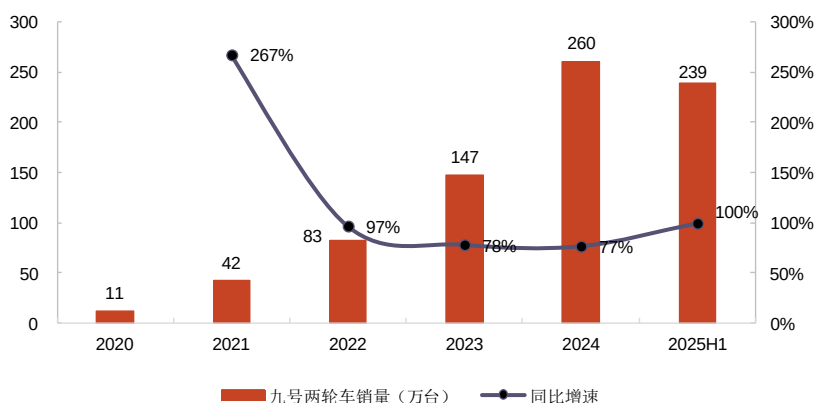
Nz	¥3,899 - 5,299	M3	¥6,899 - 8,599
Fz MIX	¥3,999 - 4,599	M5	¥8,699 - 13,198
Qz3 MIX	¥4,499	E	¥6,999 - 15,999
远行者 F	¥4,999 - 5,599	猎户座 D	¥14,999
妙想家 Cz	¥5,599	E - P	¥21,599 - 28,099
F2z	¥5,699 - 6,399	/	/
Mz	¥6,299	/	/
机械师 MMax	¥7,199 - 10,699	/	/
魔术师	¥8,699	/	/
猎户座 Dz	¥10,499 - 12,499	/	/
SEGWAY XYBER	¥12,299	/	/

资料来源：摩托范，光大证券研究所；注：统计时间为 2025 年 9 月，部分型号已停售

1.1.3、经营情况：品牌势能强劲，规模效应下毛利率持续抬升

九号两轮车业务以“真智能”技术为引擎、以产品型号为抓手，2020-2025 年完成两轮车年销量的大幅跃迁。截至 2025 年 9 月 8 日，公司智能两轮电动车中国市场累计出货量突破 900 万台。公司两轮车近三年销量增速亮眼，2023/2024/2025H1 销量分别为 147/260/239 万台（同比 +78%/+77%/+100%）。

图 2：2020-2025H1 九号公司电动两轮车销量



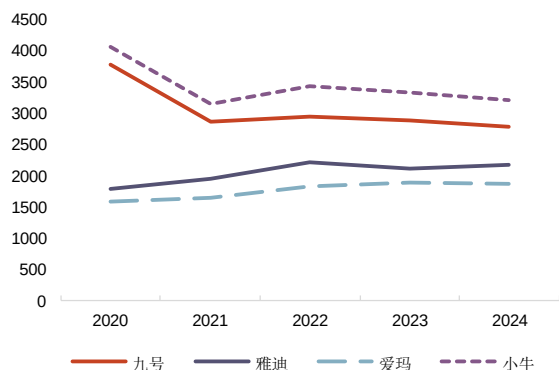
资料来源：公司公告，光大证券研究所

九号两轮车近几年销量增长明显，同时伴随的是毛利率的不断抬升，背后的原因一是销量规模的增长带来采购、生产方面的规模优势不断扩大、二是产品矩阵向两端延展以及产品持续的创新保证了公司出厂均价的稳定。高毛利为产品研发、品牌营销预留充足投放空间，形成“销量增长—成本优化—产品升级—均价稳定”的良性循环。

九号两轮车均价较高，近年均价处于稳定中枢。九号公司的产品均价整体相对稳定且处于第一梯队，2020-2024 年产品均价分别为 3779/2859/2942/2876/2775 元，九号凭借创新技术与差异化产品定位，在均价上保持较高水位，随着公司销量提升和人群拓圈，公司并未陷入低价竞争的泥沼，而是以技术迭代和产品升级为支撑，维持合理且具备盈利空间的均价水平。

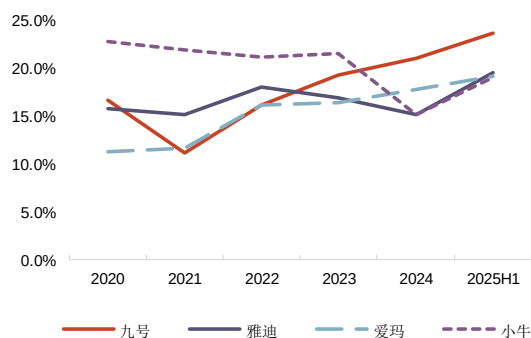
规模效应显现明显，九号两轮车毛利率领先行业。随着九号两轮车销量的不断突破，规模效应逐步显现，毛利率呈现出稳步上升趋势，2021-2025H1 毛利率分别为 11.2%/16.2%/19.3%/21.1%/23.7%。销量增长摊薄了固定成本、增强了在大宗原材料、电池等核心零部件采购中的议价权。

图 3：部分企业电动两轮车产品出厂均价（元）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理；注：均价=版块收入/版块销量，数据分别取自九号公司电动车业务收入及销量、雅迪控股整体收入及销量、爱玛科技电动两轮车业务收入及销量、小牛电动整体收入及销量

图 4：部分企业电动两轮车产品毛利率（%）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理；注：数据分别取自九号公司电动车业务历年毛利率、雅迪控股整体毛利率、爱玛科技电动两轮车及三轮车及配件毛利率、小牛电动整体毛利率

1.2、品类分析：智能化是产品差异化的主要来源之一，九号品牌智能化标签行业领先

电动两轮车消费者的真实需求是什么？

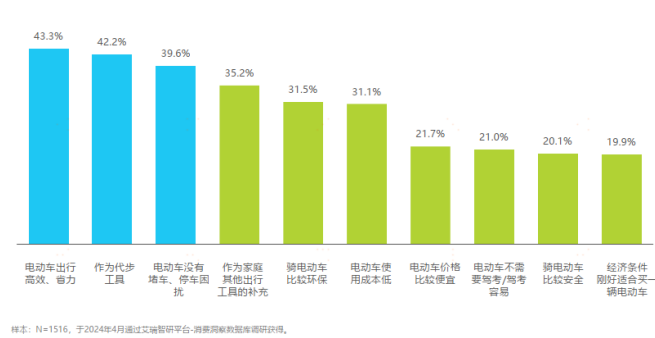
消费者购买的两轮车主要原因是满足日常代步或配送。具体选择产品时考虑的因素较多，其中关注度最高的三个方面分别是耐用性、续航、智能化。供应链的成熟使得符合大众需求的耐用和续航已经变成基本功能，而智能化供给端的创新和消费者多样的偏好正成为产品差异化的主要来源之一。

购买原因：日常代步是用户购买两轮车的主要原因。在短途交通使用场景上能够作为公共交通工具（地铁、公交车）和私人交通工具（单车、汽车）的有效补充，对于大部分消费者而言，代步和节省时间是购买两轮车最主要的原因。根据艾瑞咨询报告，调研显示车主购买两轮车的主要原因包括出行高效省力、作为代步工具、没有堵车停车困扰，次要原因包括更环保、更便宜、不需要考驾照等。

功能选择：耐用性和续航是具体选择产品时考虑的关键因素。一方面，耐用（减少维修和更换）和续航（减少充电频率）是消费者考量成本和效率的关键因素，因此决定驾驶体验的零部件（电池、电机、电控、刹车零部件、轮胎等）成为消费者在选择品牌和产品时重点考量要素。另一方面，电动两轮车行业经过多年发展，供应链的成熟和充分竞争使得满足耐用性和续航的零部件差异化在收敛（注：主要指大众基础款，部分产品仍可通过大容量电池作为卖点）。

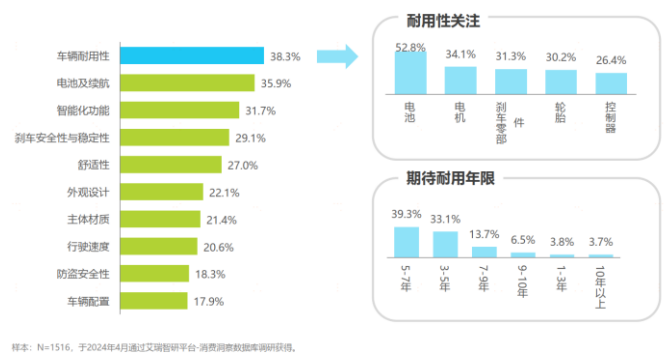
功能选择：智能化是第三大关注因素，也是产品差异化来源之一。产业链的成熟带来零部件和整车生产制造的充分竞争，继而导致产品同质化。智能化是新兴功能且仍在不断迭代，因此也成为产品差异化的核心要素之一，目前智能化基础的功能包括车辆定位、无钥匙解锁、异动报警，此外 APP 实时查看车况、远程控制、电池 BMS 管控技术也是消费者希望具备的功能。

图 5：车主购买两轮电动车原因 TOP10



资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所

图 6：车主购车产品关注因素 TOP10



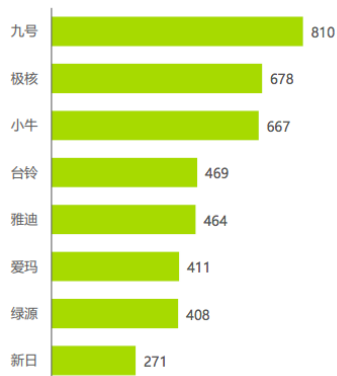
资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所

九号品牌智能化形象突出，通过全矩阵产品展现智能化（从高端性能款到多元细分车型），是国内电动两轮车智能化赛道的领跑者。产品成功的背后是九号“技术平台化+场景定制化”策略的胜利，公司依托自研智能技术平台，快速适配不同车型、不同用户需求，让每一款车型都能成为“智能化体验载体”。

新势力品牌智能化处于第一梯队，九号品牌智能化形象突出。根据艾瑞咨询，相比传统品牌，新势力品牌九号、极核、小牛在消费者心智中智能化形象更为突出，背后是智能化技术研发的深度投入与持续突破。九号品牌以 810 分登顶（数据来自 2025 年 3 月鲁大师数据实验室两轮车智能化评测），代表的是公司在智能算法、硬件集成、用户体验打磨上的投入，因此成为电动两轮车智能化赛道的“领跑者”。

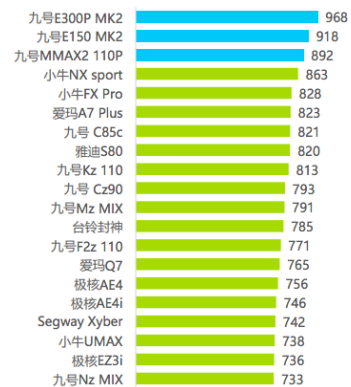
从高端性能款到多元细分车型，九号用全矩阵产品展现智能化。产品端的全面领跑，是九号“技术平台化+场景定制化”策略的胜利，公司依托自研智能技术平台，快速适配不同车型、不同用户需求。1) 数量上：智能化产品在 TOP20 中占据半数席位（数据来自 2025 年 3 月鲁大师数据实验室两轮车智能化评测），TOP10 中更有 6 款上榜，形成丰富的智能化产品矩阵。2) 产品上：细看入围产品，既有主打极致性能的 E300P MK2，凭借智能动力调校、自适应骑行模式登顶；也有兼顾通勤与智能体验的 C85c、Mz MIX 等车型，将智能锁、远程控车、车况自诊断等功能普惠化。

图 7：2024 年主要品牌智能化评测年度平均分



资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所

图 8：2024 年度智能化评测分值 TOP20 产品排名



资料来源：艾瑞咨询、光大证券研究所

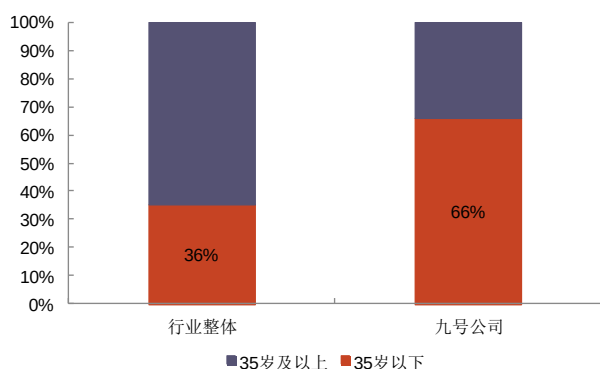
1.3、用户型企业：聚焦核心目标人群，多维度提供用户体验

九号两轮车消费者特征与行业形成显著差异，差异的背后是九号自身的定位和足够聚焦年轻客群带来的结果。通过把握代际消费和消费趋势、传播媒介、供应链的变化，提供差异化的产品、精准营销，高效触达年轻消费者。

九号用户较行业整体年龄偏小，显示九号产品对年轻客群更具吸引力。行业整体、九号用户年龄低于 35 岁分别占比 36%、66%，数据的背离实际上折射出九号在产品定位、营销打法上的差异化策略——聚焦泛年轻人群。

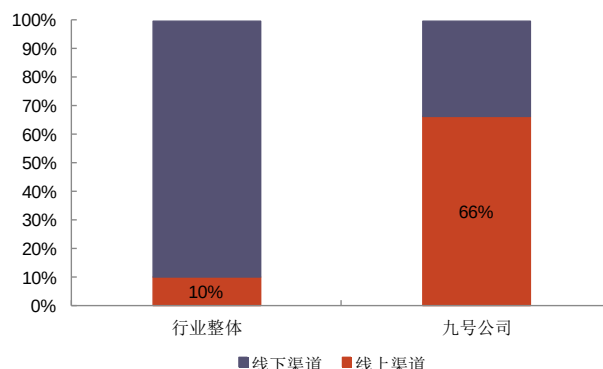
九号两轮车线上购买占比大幅高于行业，凸显九号产品触达消费者的路径差异。购买方式中，行业整体线下/线上渠道占比 90%/10%（反映传统电动车消费依赖线下体验的惯性），九号公司线上渠道占比高达 66%。实际上这是公司对“线上营销+线下体验”模式的深度打磨，线上方面，通过小红书种草、B 站内容营销、电商平台运营等，构建“内容触达-兴趣激发-电商转化”的链路，用智能产品的科技属性、潮流设计，适配年轻用户“线上决策”的消费习惯；线下方面，依托超 8700 家门店（截至 2025 年数据），提供试驾体验、售后保障，打消用户顾虑。

图 9：行业整体 VS 九号公司两轮车用户年龄比较



资料来源：中国电动车产业发展白皮书、九号公司公众号，光大证券研究所；注：1）白皮书数据中行业用户年龄在<19、30-39 占比分别为 12%、47%，此处 35 岁以下为粗略折算值（12%+47%/2=36.5%）2）行业数据取自 2019 年行业白皮书、九号公司数据取自 2025 年 618 统计数据，此外考虑到两轮车产品以大众刚需品及以旧换新为主，估计 2025 年行业整体用户年龄分布较 2019 年变化较小

图 10：行业整体 VS 九号公司两轮车购买渠道比较



资料来源：头豹研究院、九号公司公众号，光大证券研究所；注：行业数据取自 2022 年行业分析报告、九号公司数据取自 2025 年 618 统计数据，此外考虑到行业以线下渠道和交付为主，估计 2025 年行业整体情况较 2019 年变化较小

九号做了什么来满足年轻消费者？

九号在年轻消费市场建立护城河，为品牌注入“年轻化、智能化”标签，持续领跑电动两轮车的消费升级赛道。①营销侧，九号联动 B 站、小红书等社交平台，通过电竞合作、潮流活动触达年轻用户；②产品端，九号通过开发多种智能化功能和产品设计，精准匹配年轻人的偏好。

1.3.1、需求端：泛年轻群体——代际消费变化下的结构增量市场

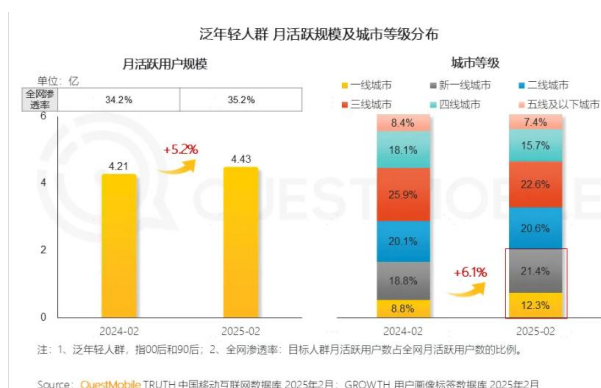
泛年轻人群规模持续扩大，高线城市占比提升更快。泛年轻人群（根据 QuestMobile 定义，指出生等于或晚于 1990 年的人群）规模增长与结构优化的叠加，意味着其对商业市场的渗透力与影响力不断提升，为品牌在一线和新一线城市深耕、挖掘年轻消费潜力提供了清晰方向。

- 1) 绝对数量：2025 年 2 月泛年轻人群月活跃用户规模提升至 4.4 亿人（同比+5%），泛年轻人群体规模持续扩容，成为消费市场不可忽视的增长力量。
- 2) 结构占比：城市等级分布的占比结构上看，2025 年 2 月泛年轻群体一线及新一线城市合计占比为 34%（同比+6pct），反映出泛年轻人群向经济更活跃、消费力更强劲的高线城市持续聚集。

泛年轻人群触网时间更长且触点更多，具备高流量价值。从商业逻辑看，泛年轻人群由于注意力（指时间和触点更多）较全网人群更多在互联网，因此该细分人群是流量转化的优质阵地——品牌可通过精准内容、场景化营销，高效触达这一群体，激发消费行为。这种行为特征，既凸显泛年轻人群在移动互联网的消费主导力，也为企业制定线上营销策略、挖掘流量价值，指明了围绕“高触点、长时长”深耕的方向，助力品牌在年轻消费市场抢占先机。

- 1) 更多 APP 触点：月人均使用 APP 个数维度，泛年轻人群高达 33 个（全网人群为 26 个），多 APP 使用意味着他们能覆盖购物、社交、娱乐等多元消费场景，为品牌创造更多触达机会。
- 2) 更长触网时间：月人均使用时长方面，泛年轻人群达到 186 小时（全网人群为 159 小时），长使用时长让营销信息有更充足的曝光窗口，互动概率与转化可能性大幅提升。

图 11：泛年轻人群月活跃规模及城市等级分布



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

图 12：泛年轻人群 VS 全网人群线上使用习惯



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

消费习惯重塑市场逻辑，产品品质和“情绪+体验”的消费场景同样重要。例如，从故事化营销传递品牌温度，到沉浸式体验店打造消费仪式感，再到售后服务的情感关怀，通过“品质筑基+体验增值”，精准触达高线城市年轻群体，激活这一“消费新势力”的市场价值。

- 1) **高线城市年轻消费者具备高消费能力和意愿：**高线城市 90 后“月线上消费能力大于 2000 元”的占比达 56%（TGI 192，根据计算公式反推全网人群占比为 29%）、“高消费意愿”活跃占比 44%（TGI 209）。

注：TGI 指数是 Target Group Index，即目标群体指数，计算公式是 $TGI = \frac{\text{目标群体中具有某特征的比例}}{\text{总体中具有某特征的比例}} \times 100$ ，该指数作为衡量群体特征显著性的关键指标，是企业洞察用户画像的“放大镜”，此处反映该群体“高消费”的能力远高于全网人群；

2) 消费行为更偏“质价比”，情绪价值和体验同时也会影响消费决策：活跃渗透率 TOP10 移动购物细分行业中，闲置交易/生鲜电商/优惠比价/跨境电商/服饰电商在该消费人群的 TGI 是 220/294/169/220/230，表明该群体在追求高品质的同时注重实际价值和比价；在 TOP5 消费态度中，情绪价值消费/文化沉浸消费的 TGI 分别是 113/110，反映该群体愿为优质服务、情感共鸣、文化体验买单。

图 13：高线城市 90 后消费习惯



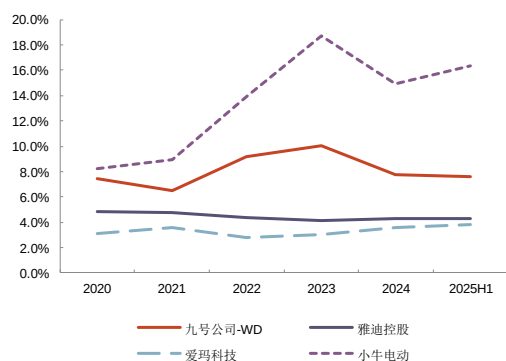
资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

1.3.2、营销侧：精准营销细分人群，有效触达并转化目标群体

销售费用率高于行业，背后是经营思路的差异。两轮车行业中头部企业的销售费用率普遍较低，雅迪、爱玛常年维持在 3-5%，原因还是在于产品以刚需代步为主，消费者不愿意为溢价买单，因此产品整体毛利率空间并不高，同时销售费用的使用空间及必要性也同步收窄。九号销售费用率整体高于同行，2023-2025H1 年分别为 10.0%/7.8%/7.6%，销售费用投入成为公司市场策略的关键落点，也是提升用户体验的重要方式。

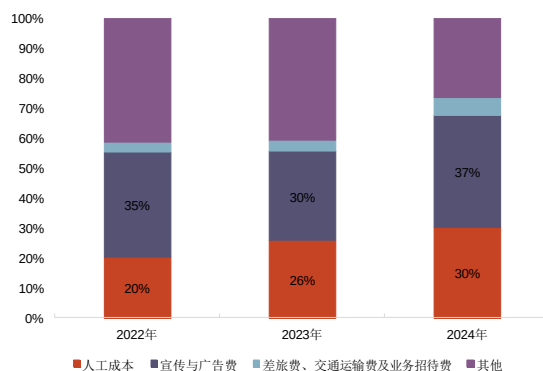
线上投流和品牌营销费用较高，有利于促成交易和扩大品牌声量。结构上看，大头是宣传与广告费项目（2024 年占比 37%，22-24 年占比均超 30%），估计线上投流及宣传费用的占比偏高，主要用于流量分发并促成交易，提高整体转化率；其次是人工成本项目（2024 年占比 30%，22-24 年占比逐年提升），主要目的是强化终端服务与市场触达能力。。

图 14：2020-2025H1 两轮车企业销售费用率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 15：2020-2024 九号销售费用结构占比拆分



资料来源：公司年报，光大证券研究所

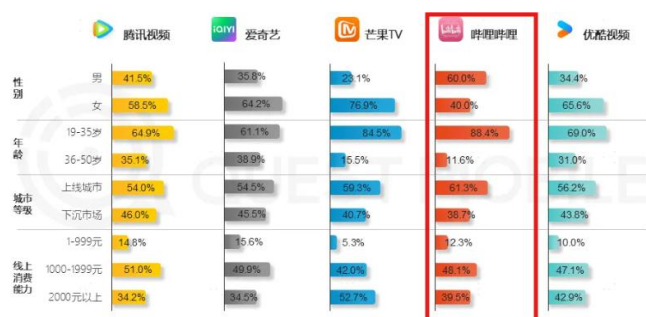
九号目标群体在哪里？公司如何实现精准营销？

以主流内容平台为例，九号目标群体（主要是泛年轻人群）的用户画像与Bilibili/小红书最为契合，这凸显了两者在营销上的高适配度。通过不断在“科技感”、“生活方式”标签上进行曝光，九号用产品智能属性与场景化营销，激发消费转化，强化品牌在细分客群的渗透力。

与哔哩哔哩的高适配度：1) 年龄上，哔哩哔哩 19-35 岁用户占比高达 88%，远超腾讯视频/爱奇艺/芒果 TV/优酷视频的 65%/61%/85%/69%；2) 性别上，哔哩哔哩男性占比 60%，与九号产品科技属性、挖掘年轻男性消费需求相契合。

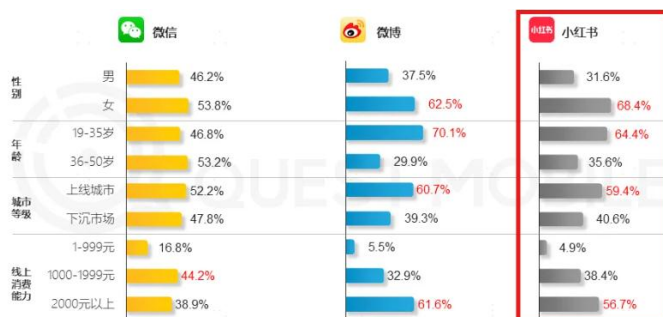
与小红书的高适配度：1) 年龄上，小红书 19-35 岁用户占比 64%，高于微信 47%；2) 性别上，小红书女性占比 68%，高于微信/微博 54%/63%，与九号拓展年轻消费群体、挖掘女性消费潜力的需求契合。

图 16：2025 年各大网络视频平台用户画像



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

图 17：2025 年各大网络社交平台用户画像



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

九号同时在线上、线下均针对目标人群进行精准营销及投放。

1、线上营销及投放：

代言人营销：九号选择 00 后易烊千玺作为全球代言人，借助其在年轻群体中的强大号召力，以“奇妙出行一起九号”为主线展开全方位无死角广告投放。线上宣传覆盖微信朋友圈、微博、抖音等国内主流社交平台，线下投放遍及各大城市，从中心商圈到地铁通道，助力九号触达更多年轻消费群体，为品牌打造年轻化标签。

跨界合作营销：九号签约王者荣耀-成都 AG 超玩会、英雄联盟-AL、和平精英-成都 AG、穿越火线-AG 四大电竞战队参加 2023 年四大电竞联赛，四大战役选手全网粉丝总数超 9000 万，助力加速渗透电竞圈层，加深品牌年轻化形象。

2、线下营销及投放：

九号通过短视频平台与社交软件合作精准投流，精准投放触达目标群体。

1) BILIBILI: 2023 年 5 月，九号总动员郑州站活动在郑州中原万达举行。此次活动九号携手 bilibiliGoods 旗下 IP 喵铃铛，融合年轻文化、科技创新、用户互动和产品体验等元素，吸引众多 Z 世代消费者参与，亲身体验九号产品的科技魅力，提升品牌在二次元及年轻科技爱好者群体中的知名度与好感度；

2) 小红书：2023 年 5 月，九号公司在上海小红书总部举办线下快闪活动，展示全新产品九号电动小 Q 智能电动车。掀起线上线下关于产品体验分享的热潮，实现对潜在年轻用户的广泛覆盖与精准触达。

九号官方车友会“九友会”打通线上线下，为骑行爱好者们搭建交流平台。

线上，通过九号出行 App、微信兴趣群，用户分享骑行生活、养车经验；线下，各地同城会定期举办主题骑行、城市路书、露营、飞盘等活动。丰富多样的线下活动增强了用户之间的联系，以九号产品为起点的社交关系链生长，让自带社交属性的九号产品完成从出行工具到生活方式等转变，成为一种生活态度的表达。

图 18：九号公司与 B 站线下活动



资料来源：微信公众号-新能源风云，光大证券研究所

图 19：九号组织线下车友会



资料来源：九号公司公众号，光大证券研究所

1.3.3、产品侧：针对用户特征和应用场景深度打磨产品，满足细分人群需求

九号公司针对核心人群（35 岁以下）用心打磨产品，是精细化运营的表现。针对年轻男性和女性消费者采用了不同的产品来打动消费者。下面以 F2z 110 MAX 和 Q3 系列两个 25 年发布的新品为例来说明九号打磨产品以及打动消费者的方式。

案例一：F2z 110 MAX（25 年 1 月新品）产品聚焦科技爱好者，在设计、性能、配置等多方面展现出精细化运营特点，受到男性消费者青睐。

外观设计和性能：1) 外观设计：流线型车身线条简洁流畅（有效降低风阻系数）、外观科技感较强（亮面烤漆工艺打造出金属渐变效果）；**2) 性能与配置：**搭载 400W 直驱无刷电机（动力强劲，加速迅猛）、软硬件结合缓解续航焦虑（48V 30Ah 大容量锂电池+RideyLONG 长续航系统+支持快充）。

智能化功能：1) 安全与操控配置：搭配单通道阀式 ABS 技术（紧急制动时防止车轮抱死，避免打滑失控）、TCS 牵引力控制系统（在湿滑路面提供稳定制动）、ALC 全镜幕照明系统（提高近光和远光亮度，夜间骑行视野更清晰）、强化合金材质车架（整体刚性提升）；**2) 全场景智能骑行辅助：**如 OTD 单转把模式、HHC 坡道驻车模式、一键倒车等，为骑行增添便利与乐趣。

图 20：九号 F2z 110 MAX 型号两轮车配置



资料来源：九号公司官网，光大证券研究所

案例二：Q3 系列（25 年 5 月新品）产品聚焦女性用户，在骑行体验、安全配置以及情绪价值上满足年轻女性消费者需求。

骑行体验与安全配置：1) **乘坐体验：**720mm 的座高设计，针对亚洲女性设计，告别“踮脚停车”的尴尬。加厚云朵坐垫搭配 5 级可调后减震，大幅缓解骑行颠簸感；2) **零力推行功能：**可自动识别坡道坡度，在推行时提供精准助力，解决女性面对陡坡推车的难题；3) **首创护航模式：**首次开启时自动调整为温和新手骑行模式，用户还能根据自身骑行熟练程度，自定义加速度曲线与动能回收强度；4) **行业首发 SOS 紧急呼叫：**长按 6 秒自动发送定位给紧急联系人，配合摔车提醒全方位保障骑行安全。

外观设计和情绪价值：1) **外观设计：**一是车身线条圆润流畅，没有丝毫硬朗的棱角，较为柔和与通透，契合女性对柔美造型的偏爱，二是色彩选取上低饱和度和色调既显高级又洋溢青春活力；2) **个性化装饰橱窗：**车身标配 DIY 透明装饰橱窗，用户可将手办、盲盒、小绿植、明星周边等放置其中，把爱车打造成移动的个性展示柜，彰显自我风格；3) **防晒 UV 显示计：**每日开机自动推送紫外线强度预警，并通过车把灯环颜色变化（橙色警示，蓝色安全）直观提醒，精准洞察女性防晒的需求。

图 21：九号 Q3 系列两轮车配置



资料来源：九号公司官网，光大证券研究所

2、研发体系：高人才密度的研发体系，产品经理是核心一线

2.1、研发组织与机制

2.1.1、矩阵化组织：集权和分权确保战略方向和组织活力

集权和分权的结合，确保了战略方向的正确、又提供了组织活力。从过程看，既保证资源投放的力度和持续性、又支撑产品和技术创新满足消费者的真实需求，从而构建和巩固细分领域的竞争优势。

立项阶段：采用专家治理、集体决策机制。核心管理层主导产品委员会、资深技术专家主导的技术委员会是集体决策的基础。

- 1) **产品委员会**：主要由公司的核心高管（主导）以及各产品线产品经理组成，主要负责新产品的立项及开发计划，设计评审等，并结合市场情况确定新产品的商业化生产和上市计划。
- 2) **技术委员会**：主要由机械、电子、软件、算法等领域的技术专家（主导）组成，对新产品的研发过程所需要的新技术新工艺新材料等做战略规划和技术立项工作，并参与技术研发过程中的立项与审核工作，评估技术项目研发的可行性、合理性。

项目执行阶段：采用产品经理（或项目经理）负责制。

- 1) 新产品开发通过立项评审、或新技术研发项目通过技术立项评审后，组成项目组，项目执行周期内主要产品经理（或项目经理）负责。
- 2) 在评审会所确定的项目工作范围和资源范围内，产品经理或项目经理拥有主要决策权、管理权和资源调配权，并在项目管理规则范围内领导和管理项目进度和项目质量，对项目结果负责。

图 22：九号公司矩阵化研发组织体系（集体决策机制与水平项目制的结合）



资料来源：九号公司招股说明书，光大证券研究所

2.1.2、双线研发机制：兼顾短期和长期目标，保持竞争优势

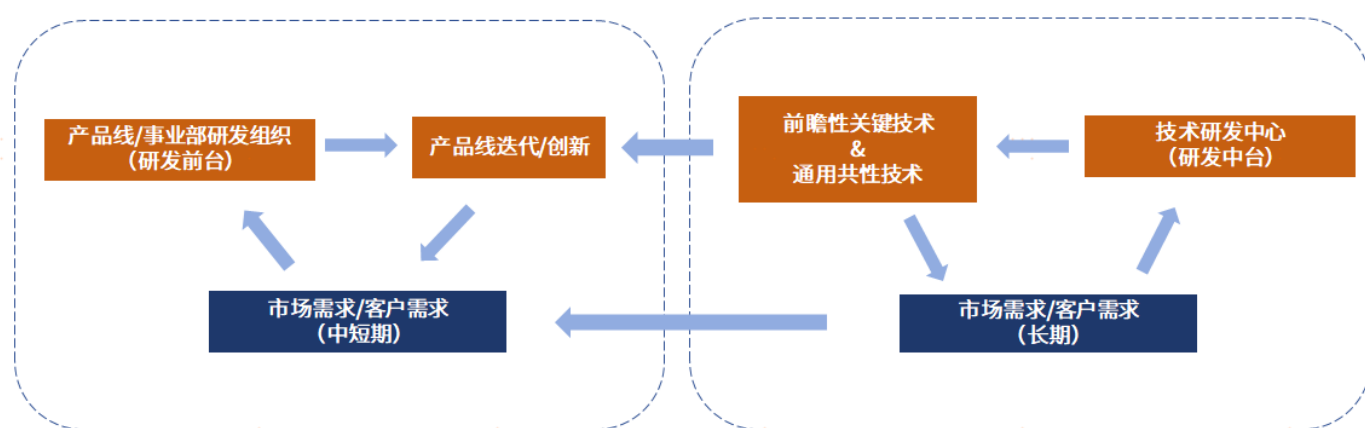
研发组织按“研”、“发”去耦管理，这样的双线研发机制能够同时兼顾短期和长期目标，原因一是产品开发高度商业化、面向市场、结果导向，需要高度确定性和时效性，二是技术创新具有高度不确定性和较高失败风险，需要更长的投入周期和更大容错率。

公司确立了以产品设计开发为主的“产品线/事业部研发组织”与前瞻性创新关键技术、创新通用共性技术研究为主的“技术研发中心”相结合的研发体系，解决以上矛盾的同时，满足公司短期产品计划及长期技术创新演进战略目标两个层面的需求。

“发”指产品开发：在产品线和事业部开发组织下（产品线和事业部前台），公司主要基于当前的客户需求和市场需求进行分析并确立产品研发目标，对现有产品进行迭代和创新，提升公司现有产品的市场竞争力和产品价值最大化。

“研”指技术创新：偏向前瞻性关键技术创新和通用共性技术研发的技术研发中心（研发中台），基于公司对于智能短交通和服务机器人领域的产品和与技术未来发展方向的战略判断，对相关领域进行超前性开发，以及对共性技术进行研究开发和创新，保障公司在该领域的技术领先地位和核心竞争力。

图 23：九号公司双线研发机制



资料来源：九号公司招股说明书，光大证券研究所

2.2、研发人员

2.2.1、核心管理人员：长期稳定，同时具备资深的产品开发经验

结合前文矩阵化组织的解释，公司治理的集权、分权分别体现在项目立项、项目执行阶段，具体执行的关键分别是立项阶段有懂业务和技术的公司一号位、在执行阶段有懂产品的事业部一号位，这也是公司在平衡车、滑板车、两轮车领域能够持续打胜仗的关键要素。

表 2：研发体系核心管理团队

岗位	姓名	履历	主要成就及贡献
董事 & CEO	王野	✓ 2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot ✓ 现任本公司董事、CEO	✓ 全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人设备分标委委员、带领成员完成两项电动平衡车国家标准的制定 ✓ 早期担任公司联席 CEO、后改任总裁，负责公司战略规划、产品线管理、生产中心、供应链中心等部门管理工作，并对各新开发产品定义与开发、生产制造等环节作出重大贡献 ✓ 带领团队开发并量产上市 30 多个系列、60 多个型号产品，多个产品获得国际性大奖，成为公司业务的主要支撑点
董事 & 总裁	陈中元	✓ 2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot ✓ 2013 年 1 月-2015 年 2 月担任本公司联席 CEO ✓ 现任本公司董事、总裁	✓ 作为技术专家参与制定 CQC 标准以及两项国家标准 ✓ 作为主要技术研发人员参与国家 863 项目“面向服务机器人的多用途储/力觉交互设备”，负责电控系统的自主设计和研发
电动车事业部总经理	张珍源	✓ 2013 年加入九号公司，历任公司高级结构工程师、研发经理、产品线负责人 ✓ 现任本公司电动车事业部总经理	✓ 作为主工程师负责 Ninebot E、九号平衡车产品所有的覆盖件、轮毂、电池结构、遥控器等设计开发工作，并对以上产品的性能、耐用性、舒适度以及制造成本进行了优化，推动九号平衡车成为销量百万级的产品 ✓ 作为产品经理负责九号平衡车 Plus、miniLite 的产品开发工作，成功加入智能跟随、云台相机功能，并对氛围灯、轮胎等硬件上进行重要升级 ✓ 2015 年协助组建常州研发团队，目前团队成员超过 180 人，分布在多个产品线和中台部门并担任重要岗位 ✓ 2017 年开始组建智能电动摩托/自行车产品线，开始智能电动摩托/自行车产品的研发，并于 2019 年 12 月正式发布首款智能电动摩托/自行车产品。

资料来源：九号公司招股说明书、公司公告，光大证券研究所

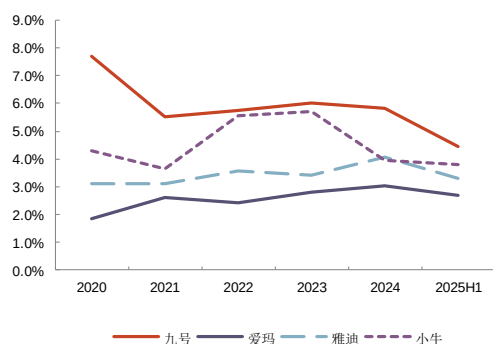
2.2.2、研发投向：多维度绑定研发人才，支撑持续创新和迭代

高研发费用率以及高人力成本支出，既是公司实现核心技术迭代、加快技术商业化的必要支出，也是最终形成产品差异化的关键一环。

研发费用率远高于同行，研发创新保证公司产品的持续竞争力。2020-2025H1 年，九号始终保持行业领先的研发投入强度，2020-2025H1 年分别为 7.7%/5.5%/5.8%/6.0%/5.8%/4.4%，彰显其以研发驱动增长的战略定力。

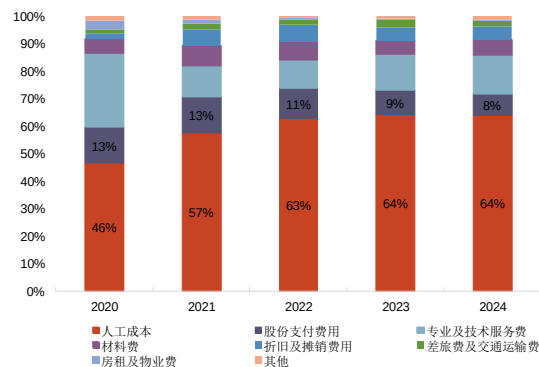
人力成本是主要支出项，对人的重视程度可见一斑。2024 年，人工成本/股份支付费用/专业及技术服务费分别占研发费用比重分别为 64%/8%/14%，人工成本和股份支付费用合计占比达 72%，反映公司通过薪酬激励和股权激励，保证团队稳定性并调动团队创新积极性。此外，专业及技术服务费、材料费等关键支出占比稳定，确保技术从理论到产品的转化效率，保障产品迭代连贯性。

图 24：2020-2025H1 两轮车企业研发费用率对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 25：2020-2024 九号研发费用结构占比拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司通过当期高薪酬以及长期股权激励多维度绑定研发人才，体现九号对研发的战略级重视，以持续投入驱动技术创新与业务突破，为产品迭代、市场竞争注入强劲动力。

研发人员从绝对数量、相对占比、人员素质的指标上均有亮点。2024 年研发人员 1583 人（2020 年为 1052 人）、研发人员占比总人数比例为 32%（2020-2024 年均超 30%）、硕士及以上学历占研发人员比例 20%（2020-2024 年均超 10%）。

多维度绑定研发人员，体现公司高度重视研发创新。一是人均薪酬从 2020 年 19 万元提升至 31 万元、二是持续通过股权的方式绑定研发人员，2020-2024 年年均研发方向的股权支付费用均超 5 亿元。

表 3：九号公司研发投入相关指标

研发人员情况	2020	2021	2022	2023	2024
人员数量（人）	1052	1386	1380	1434	1583
占比公司总人数（%）	40%	39%	39%	39%	32%
人均薪酬（万元）	19	20	21	22	31
股份支付费用（亿元）	6	7	6	5	6
硕博比例（%）	14%	12%	13%	14%	20%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、未来看点：品牌势能保持强劲，强化“后市场”用户体验

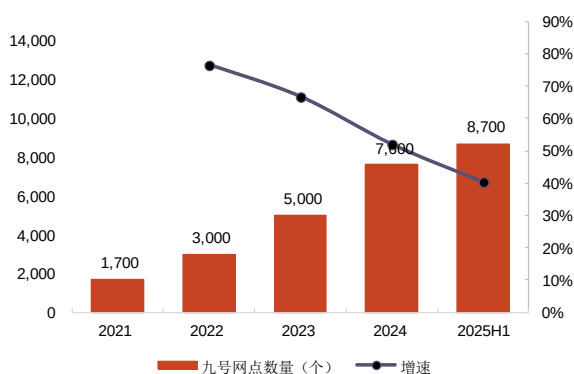
3.1、渠道端：门店数量仍处于扩张期，O2O 模式打开坪效天花板

门店开拓提高终端触点，坪效提升空间较大

门店数量仍处扩张期：2021-2025H1 年九号两轮车门店数量分别为 1700/3000/5000/7600/8700 家，2022-2025H1 年门店数量增速分别为 76%/67%/52%/40%，门店扩张的方式一是加大一二线城市网点的密度、二是提高下沉城市的覆盖度。预计 25 年底中国区域两轮车门店数量增长至 9500 家（根据董事长公开访谈），中长期目标为 1 万家左右。

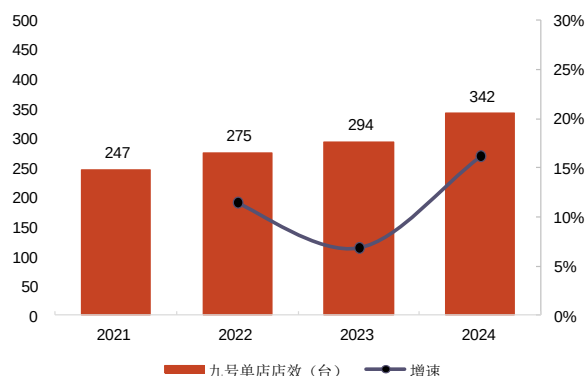
店效提升空间大：2020-2024 年九号两轮车门店坪效分别为 247/275/294/342 台，其中 2022-2024 年门店坪效分别提升 11%/7%/16%。公司门店平均店效的提升未来仍有较大空间，原因一是产品矩阵继续向两端延伸、门店持续优化并向大店转型，二是 O2O 模式打开坪效天花板。

图 26：九号公司两轮车门店数量及其增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 27：九号公司两轮车店效及其增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

九号首创 O2O 模式提高渠道效率，打开坪效天花板

O2O（线上到线下）模式将线上、线下两端的优势密切整合。线上能基于本地化门店进行人群定投和触达，解决门店客流不足的问题；线下则负责提供体验、售后等服务。这种模式减少了传统线上 B2C 模式高额的物流成本，还能通过平台数据化服务，精准触达本地化用户，提升门店订单量。

九号公司 O2O 销售模式优势明显。线上方面，通过精准营销触达消费者，利用传统电商或直播电商（天猫/京东/抖音等平台）转化消费者、促成转化并针对其地域进行判定，导流至本地就近门店提货；线下方面，完善服务体系，为用户提供上牌、保养、售后等服务。

3.2、产品&OTA：产品拓展和升级方向明确，OTA 服务成后市场环节重要收入来源

产品持续迭代及拓展，与宝马合作或有惊喜

产品迭代频率较快：2025 年 1 月发布了 F2z 110 MAX、M3 95c MAX、Fz 110 三款新品，5 月发布全新 Q 系列新品（精准瞄准女性市场）、同月推出 M 系列多款产品（包括远航家 M+ Mk2、远航家 M3、远航家 Mz 110），8 月推出全新 M5 系列电摩。

与头部企业合作：24 年底摩托车头部品牌宝马与九号正式签约，预计九号会基于宝马在摩托车领域的技术积淀，开发和生产具有特殊安全功能的两轮电动摩托车，并在国内落地后进一步向全球市场进发。

图 28：九号 M5 系列智能电摩（25 年 8 月新品）



资料来源：九号公司官网，光大证券研究所

图 29：九号公司与宝马集团合作（24 年 11 月合作签约）



资料来源：九号公司公众号，光大证券研究所

OTA 服务收费提供稳定现金流，且随九号两轮车存量提升不断增长

OTA 续费率保持在 65%以上，后市场服务收费为公司持续提供现金流。电动两轮车 OTA 服务收费方面，第一年免费向用户提供使用，第二年用户若想继续享受 OTA 升级服务则需付费。在收费标准上，设有多种套餐供用户选择，1 个月收费 9.9 元，连续包月为 7.9 元/月，连续包季是 19.9 元/季，3 个月收费 29.9 元，1 年收费 66 元，2 年收费 119.9 元。

OTA 持续升级，持续提升后市场用户体验。九号公司于 8 月 26 日发布两轮/短交通领域首个自研的全域操作系统——凌波 OS（NimbleOS），以统一架构/同一套 DNA 承载能力沉淀，通过云—边—端协同与整机 OTA 实现可复制、可下放的持续进化，使用户体验从“买到一台车”转变为“获得持续刷新、持续优化的产品体验”。

图 30：九号公司 Nimble OS 系统



资料来源：CSDN，光大证券研究所

图 31：Nimble OS 系统将智能化植入底层系统



资料来源：CSDN，光大证券研究所

3.3、 维修售后：后市场积极布局，闭环全生命周期用户体验

产品质保升级，构筑品牌长期口碑

2025 年 1 月 1 日起，全新激活的原厂全系车辆享受行业领先的产品质保期，包括：1) 整车方面，享受 24 个月超长质保；2) 零部件方面，轮胎质保提升至 12 个月/6000 公里（原为 3 个月）、电机质保期 72 个月、三包件（电器件、制动系统、结构件）提升至 24 个月（原为 12 个月）、非三包件（轴承、脚蹬、后视镜等）12 个月；3) 车架方面，享有终身质保。

“3 公里服务圈”战略持续推进，综合服务中心（小店）是未来方向

“服务旗舰店”——综合服务中心：目前九号公司在全国已开设两家综合服务中心，第一家于 25 年 7 月正式落地北京，第二家在 8 月于上海市开业。这是九号与合作商共建的服务与体验相结合的一站式综合服务门店，它以透明定价、专业服务、高效响应的用户体验，致力于改变传统维修模式，重新定义两轮车售后服务标准。

“3 公里服务圈”战略：公司全国已布局近 2500 家销售服务一体店与 500 余家授权服务中心，而综合服务中心的落地，正是对“3 公里服务圈”战略的进一步深化。这种密集化、标准化的服务网络建设，不仅能提升用户粘性，更可能形成品牌的长期竞争壁垒。

图 32：九号公司首家综合服务中心（北京店）



资料来源：九号电动微信公众号，光大证券研究所

图 33：九号公司首家综合服务中心（北京店）



资料来源：齐鲁晚报网，光大证券研究所

4、盈利预测和投资建议

九号公司聚焦短交通和机器人领域，研发投入及商业化转化效率高，国际化和多元化战略保障成长空间。我们维持公司 2025-27 年归母净利润预测为 20/27/35 亿元，现价对应 PE 为 23、18、14 倍，维持“增持”评级。

表 4：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,222	14,196	20,763	26,217	31,801
营业收入增长率	0.97%	38.87%	46.26%	26.27%	21.30%
归母净利润（百万元）	598	1,084	2,043	2,710	3,459
归母净利润增长率	32.72%	81.29%	88.46%	32.65%	27.63%
EPS（元）	8.29	15.12	28.52	37.83	48.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.96%	17.61%	27.65%	28.88%	29.08%
P/E	81	44	23	18	14
P/B	8.8	7.8	6.5	5.1	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-30；公司 2023 年末、2024 年末、最新总股本分别为 72.10、71.71、71.65 百万股（注：1 份九号公司-WD 相当于 0.1 股基础证券）

5、风险分析

行业需求不景气

两轮车属于耐用消费品，经济或居民收入波动可能会导致短期需求不足，可能影响行业和公司销量

行业竞争加剧

两轮车业务为公司主营业务之一，在行业需求不景气或竞争对手经营策略变化可能会导致竞争加剧，可能会对公司销量和利润产生负面影响。

新品销量不及预期

公司通过快速迭代新品适应消费者需求，如果新品无法满足消费者需求，可能会对公司销量产生负面影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,222	14,196	20,763	26,217	31,801
营业成本	7,472	10,188	14,482	18,213	22,015
折旧和摊销	161	188	195	228	266
税金及附加	57	72	125	157	191
销售费用	1,023	1,101	1,599	2,011	2,385
管理费用	676	837	1,183	1,379	1,654
财务费用	-136	-109	58	139	117
研发费用	616	826	945	1,180	1,431
投资收益	-42	20	0	0	0
营业利润	564	1,329	2,462	3,265	4,168
利润总额	641	1,319	2,462	3,265	4,168
所得税	45	234	418	555	708
净利润	596	1,085	2,043	2,710	3,459
少数股东损益	-2	1	0	0	0
归属母公司净利润	598	1,084	2,043	2,710	3,459
EPS(元)	8.29	15.12	28.52	37.83	48.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,319	3,354	2,082	4,089	4,944
净利润	598	1,084	1,912	2,514	3,234
折旧摊销	161	188	195	228	266
净营运资金增加	-1,802	-814	3,385	1,526	1,481
其他	3,362	2,896	-3,411	-179	-37
投资活动产生现金流	-454	-2,462	-1,807	-776	-776
净资本支出	-809	-545	-800	-750	-750
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	355	-1,917	-1,007	-26	-26
融资活动现金流	-147	-513	2,633	-586	-1,376
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3	10	3,504	229	-362
无息负债变化	866	4,118	1,143	2,375	2,381
净现金流	1,741	393	2,908	2,727	2,792

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.9%	28.2%	30.3%	30.5%	30.8%
EBITDA 率	7.1%	10.5%	13.1%	13.9%	14.3%
EBIT 率	5.1%	9.0%	12.1%	13.0%	13.5%
税前净利润率	6.3%	9.3%	11.9%	12.5%	13.1%
归母净利润率	5.9%	7.6%	9.8%	10.3%	10.9%
ROA	5.5%	6.9%	9.5%	10.5%	11.4%
ROE (摊薄)	11.0%	17.6%	27.7%	28.9%	29.1%
经营性 ROIC	9.6%	22.9%	21.7%	24.3%	26.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	49%	60%	65%	63%	60%
流动比率	1.50	1.36	1.22	1.27	1.36
速动比率	1.28	1.16	1.07	1.12	1.19
归母权益/有息债务	14.78	16.25	1.94	2.42	3.59
有形资产/有息债务	26.48	38.35	5.29	6.35	8.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10,850	15,678	21,426	25,875	30,248
货币资金	4,974	7,473	10,381	13,109	15,901
交易性金融资产	228	1,260	1,285	1,311	1,337
应收账款	983	1,073	1,869	2,360	2,862
应收票据	12	23	21	32	46
其他应收款 (合计)	0	97	99	115	144
存货	1,108	1,839	2,055	2,568	3,082
其他流动资产	271	533	635	716	703
流动资产合计	7,706	12,401	16,594	20,518	24,404
其他权益工具	92	69	69	69	69
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,071	1,184	1,361	1,576	1,806
在建工程	143	351	631	841	998
无形资产	847	894	975	1,005	1,035
商誉	136	138	138	138	138
其他非流动资产	109	174	1,123	1,123	1,123
非流动资产合计	3,143	3,277	4,833	5,357	5,843
总负债	5,316	9,443	14,091	16,695	18,713
短期借款	318	318	3,883	4,113	3,751
应付账款	1,728	2,428	3,376	4,219	5,063
应付票据	1,941	3,759	2,936	3,669	4,403
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	238	1,155	2,140	2,686	3,244
流动负债合计	5,147	9,128	13,789	16,391	18,408
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	91	197	197	197	197
非流动负债合计	169	316	301	303	305
股东权益	5,534	6,234	7,336	9,180	11,534
股本	0	0	0	0	0
公积金	7,866	7,572	7,572	7,572	7,572
未分配利润	(2,018)	(934)	167	2,012	4,366
归属母公司权益	5,457	6,156	7,258	9,102	11,456
少数股东权益	77	78	78	78	78

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10%	8%	8%	8%	8%
管理费用率	7%	6%	6%	5%	5%
财务费用率	-1%	-1%	0%	1%	0%
研发费用率	6%	6%	5%	5%	5%
所得税率	7%	18%	17%	17%	17%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.84	11.31	9.98	13.24	16.90
每股经营现金流	32.17	46.77	30.02	59.99	72.47
每股净资产	75.68	85.85	103.12	130.97	166.01
每股销售收入	141.78	197.96	289.79	365.92	443.86

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	81	44	23	18	14
PB	8.8	7.8	6.5	5.1	4.0
EV/EBITDA	5	1	1	1	0
股息率	4%	17%	15%	20%	25%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP