

2025 年 10 月 25 日

业绩持续兑现高增，两轮车、割草机器人、全地形车等增长动能强劲

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:	77.0/42.48
目标价格:		总市值(亿)	46.96
最新收盘价:	65.47	自由流通市值(亿)	36.19
		自由流通股数(百万)	55.28

事件概述

公司发布 2025 年三季度报告。

► 两轮车&滑板车表现亮眼，Q3 营收端持续高速增长

2025Q1-3 公司收入 183.90 亿元，同比+68.63%，其中 Q3 为 66.48 亿元，同比+56.82%，延续高增势头，符合市场预期。分业务来看：1) 电动两轮车：收入 44.54 亿元，同比+72%，销量 148.67 万台，同比+59%，前三季度已接近完成全年目标；2) 电动滑板车：自主零售和 ToB 收入为 9.57/2.44 亿元，同比+38%/+17%，其中自主品牌零售销量增速低于收入端增速，产品单价大幅提升；3) 全地形车：收入 3.3 亿元，同比+27%，销量 0.75 万台，同比+28%，持续加大非美地区销售，减轻美关税拖累；4) 配件及其他收入：合计 6.63 亿元。

► 季节性因素导致盈利水平波动，Q3 净利润仍实现快速增长

2025Q1-3 公司归母净利润/扣非归母净利润为 17.87/17.99 亿元，同比+84.31%/+91.88%，其中 Q3 为 5.46/4.86 亿元，同比+45.86%/+37.00%，利润端增速低于收入端。2025Q3 公司销售净利率/扣非净利率为 7.48%/7.31%，同比-1.34/-1.06pct，盈利水平略有下滑（环比下滑较多系正常季度间波动），具体来看：1) 毛利端：25Q3 公司毛利率 28.99%，同比+0.52pct，环比-1.96pct，推测系毛利率较好的 ToB 业务和割草机受季节性影响，收入环比下降较大；2) 费用端：25Q3 公司期间费用率 19.59%，同比+1.19pct，环比+1.14pct，主要系研发投入同比+59%，持续加大两轮车创新，此外还受汇兑损失影响。

► 新国标不改两轮车高增势头，全地形车、割草机等空间广阔

1) 两轮车：短期市场担心新国标影响，我们认为，首先公司先前销量高增并非过度补库，25Q4 能够充分消耗（库存控制合理）并发布新国标新品，且预计 26Q1 迎来新国标补库；其次，电摩销售不受新国标影响。远期国内电动两轮车市场庞大，行业年销量超过 5000 万台，目前公司超过 9700 家门店，高端智能化的成长逻辑已经兑现，持续看好两轮车业务增长势头；2) 全地形车、割草机等新品快速放量：全地形车（全球千亿市场）、割草机器人（渗透率快速提升）不断完善产品渠道、产品线已经开始放量，E-bike 发布了已经正式登陆美国市场，成为后续重要增长来源，每一块业务市场都星辰大海。同时，公司具有机器人基因，创始人毕业于北航相关专业，若具身智能产业落地，公司将是产业链最核心标的，市场存在一定低估。

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、25.79 和 32.36 亿元，分别同比+86.6%、+27.4%和+25.5%；对应 EPS 为 28.21、35.95 和 45.11 元。2025/10/24 日股价 65.47 元对应 PE 分别为 23、18 和 15 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	2,579	3,236
YoY (%)	32.5%	81.3%	86.6%	27.4%	25.5%
毛利率 (%)	25.2%	28.2%	30.3%	29.9%	29.9%
每股收益 (元)	8.37	15.32	28.21	35.95	45.11
ROE	11.0%	17.6%	28.8%	26.8%	25.2%
市盈率	78.22	42.73	23.21	18.21	14.51

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangrli@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）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,196	20,636	26,277	33,202	净利润	1,085	2,017	2,571	3,226
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	1,870	4,373	5,379
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	-158	-243	投资活动现金流	-2,462	-313	-117	-136
研发费用	826	1,176	1,498	1,893	股权募资	19	-955	0	0
资产减值损失	-27	-108	-110	-100	债务募资	0	-11	-3	0
投资收益	20	-41	-26	-33	筹资活动现金流	-513	-1,230	-3	0
营业利润	1,329	2,252	2,901	3,646	现金净流量	393	429	4,253	5,243
营业外收支	-10	40	20	20	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,319	2,292	2,921	3,666	成长能力				
所得税	234	275	351	440	营业收入增长率	38.9%	45.4%	27.3%	26.4%
净利润	1,085	2,017	2,571	3,226	净利润增长率	81.3%	86.6%	27.4%	25.5%
归属于母公司净利润	1,084	2,023	2,579	3,236	盈利能力				
YoY (%)	81.3%	86.6%	27.4%	25.5%	毛利率	28.2%	30.3%	29.9%	29.9%
每股收益	15.32	28.21	35.95	45.11	净利率	7.6%	9.8%	9.8%	9.7%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.9%	11.6%	11.4%	11.1%
货币资金	7,473	7,902	12,156	17,399	净资产收益率 ROE	17.6%	28.8%	26.8%	25.2%
预付款项	102	216	276	349	偿债能力				
存货	1,839	1,898	2,358	2,933	流动比率	1.36	1.38	1.50	1.61
其他流动资产	2,987	3,829	4,331	4,983	速动比率	1.09	1.12	1.26	1.37
流动资产合计	12,401	13,845	19,122	25,663	现金比率	0.82	0.79	0.96	1.09
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	60.2%	59.4%	57.4%	55.8%
固定资产	1,184	1,202	1,189	1,146	经营效率				
无形资产	894	904	894	884	总资产周转率	1.07	1.25	1.31	1.28
非流动资产合计	3,277	3,599	3,564	3,515	每股指标（元）				
资产合计	15,678	17,443	22,685	29,178	每股收益	15.32	28.21	35.95	45.11
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	85.85	97.84	133.93	179.05
应付账款及票据	6,187	7,192	9,209	11,637	每股经营现金流	46.77	26.07	60.97	75.00
其他流动负债	2,941	2,858	3,504	4,342	每股股利	11.31	4.21	0.00	0.00
流动负债合计	9,128	10,049	12,713	15,980	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	4.27	2.32	1.82	1.45
其他长期负债	316	304	301	301	PB	0.55	0.67	0.49	0.37
非流动负债合计	316	304	301	301					
负债合计	9,443	10,353	13,014	16,281					
股本	0	0	0	0					
少数股东权益	78	72	64	55					
股东权益合计	6,234	7,090	9,671	12,897					
负债和股东权益合计	15,678	17,443	22,685	29,178					

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。