

联合研究 | 公司点评 | 九号公司-WD (689009.SH)

营收延续高增，毛销差表现稳健

报告要点

公司发布 2025 年三季报：2025 年前三季度合计来看公司营业收入同比增长 68.63%，归母净利润同比增长 84.31%，扣非归母净利润同比增长 91.88%。单三季度来看公司实现营业收入 66.48 亿元，同比增长 56.82%；实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 45.86%；实现扣非归母净利润 4.86 亿元，同比增长 37.00%。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408



高超

SAC: S0490516080001

SFC: BUX177

九号公司-WD (689009.SH)

2025-11-02

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

营收延续高增，毛销差表现稳健

事件描述

公司发布 2025 年三季报：2025 年前三季度合计来看公司营业收入同比增长 68.63%，归母净利润同比增长 84.31%，扣非归母净利润同比增长 91.88%。单三季度来看公司实现营业收入 66.48 亿元，同比增长 56.82%；实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 45.86%；实现扣非归母净利润 4.86 亿元，同比增长 37.00%。

事件评论

- **营收延续高增，成长动能充沛。**2025 年单三季度公司营收同比增长 56.82%，拆分来看，公司自主品牌电动两轮车实现营收 44.54 亿元，同比增长 71.84%（出货量达 148.67 万台，同比增长 58.56%，均价达 2995.90 元，同比增长 8.37%），均价同比提升较多预计主要系新国标切换阶段公司电摩销售占比提升，渠道方面截至三季报公司中国区电动两轮车专卖门店已超 9700 家，展望来看后续门店开拓&店效提升&积极出海仍有成长空间；零售滑板车实现营收 9.57 亿元，同比增长 38.10%（出货量达 41.83 万台，同比增长 15.81%，均价达 2287.83 元，同比增长 19.24%），今年以来公司面向 C 端滑板车增长表现较优，预计主要系欧洲市场大盘增长较优同时公司积极攫取市场份额，量价齐升背后或指向公司产品竞争力为消费者所认可；全地形车实现营收 3.30 亿元，同比增 27.41%（销量达 0.75 万台，同比增长 27.68%，均价达 44000.00 元，同比下滑 0.21%），预计公司在美国市场关税扰动下积极开拓欧美以外市场以挖掘增量。此外，公司 To B 产品实现营收 2.44 亿元，同比增长 17.31%，预计全年订单表现较优。
- **毛利率、毛销差同比稳中有升，管理&研发&财务费率阶段性提升。**2025 年单三季度公司毛利率达 28.99%，同比+1.93pct，毛销差口径下则同比+0.80pct，预计公司规模效应释放。费率方面，单三季度公司销售/管理/研发/财务费率分别达 8.30%/5.52%/5.25%/0.53%，分别同比+1.13/+0.35/+0.57/+0.53pct，研发以及财务费率同比提升相对较多，研发费率提升或主要系公司在两轮车、割草机器人等板块积极加大研发投入，后续新品发布值得期待，财务费率提升较多或主要系汇兑影响。综合上述影响下公司单三季度归母净利率/扣非归母净利率达 8.21%/7.31%，分别同比-0.62/-1.06pct。单三季度公司归母净利润/扣非归母净利润仍保持优异增长，对应分别同比增长 45.86%/37.00%。
- **投资建议：**公司以平台型架构为支撑，围绕“智慧移动”以“边缘创新”思路展开多元业务，快速取得突破。细分来看，平衡车&滑板车小米渠道及 B 端渠道拖累已然见底，后续 C 端仍有挖掘空间；两轮车已快速成为公司基本盘，在智能化水平明显领先及逐步沉淀品牌、渠道壁垒的基础上有望保持较高增速；割草机器人、全地形车等新增长级在产品领先、渠道稳步拓展下有望高速增长。在上述基础上，公司盈利表现也伴随着规模的放量及高净利率业务的增长明显改善。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.75、25.70 和 33.17 亿元，对应公司 PE 分别为 22.97、17.65 和 13.68 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业竞争加剧；
- 2、海外渠道拓展不及预期；
- 3、新品研发节奏不及预期。

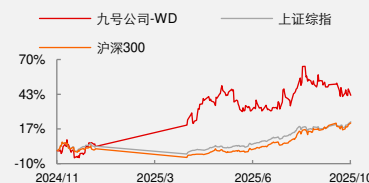
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	63.25
总股本(万股)	7,173
流通A股/B股(万股)	5,528/0
每股净资产(元)	99.26
近12月最高/最低价(元)	77.00/42.48

注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收高增业绩翻倍，增长动能持续释放》2025-08-05
- 《业务多点开花，经营性利润延续高增》2025-05-06
- 《营收高增长，经营性利润大幅提升》2025-04-16



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、**行业竞争加剧。**从本质来讲，公司从边缘创新走向行业引领的路径主要是抢占份额的机会，本文对于公司过往抢占份额的依靠以及后续抢占份额的机会点展开了分析，但是不能完全排除后续行业竞争进一步加剧，进而影响到公司业务的增长节奏以及盈利的相关表现。

2、**海外渠道拓展不及预期。**公司全地形车业务销售场景均偏向线下，渠道开拓对于业务增长的助力较为重要。渠道开拓不及预期或影响公司营收增速表现。

3、**新品研发节奏不及预期。**公司割草机器人等业务技术迭代相对较快，公司新品研发节奏若未能跟上，预计对收入增速以及市场份额等都会由较大的影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14196	20998	26127	32128	货币资金	7473	9630	13716	18643
营业成本	10188	14906	18224	22110	交易性金融资产	1260	1360	1460	1560
毛利	4008	6092	7903	10019	应收账款	1073	1570	1875	2209
%营业收入	28%	29%	30%	31%	存货	1839	2762	3358	4084
营业税金及附加	72	109	136	167	预付账款	102	201	246	298
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	654	698	741	791
销售费用	1101	1638	2090	2667	流动资产合计	12401	16222	21396	27586
%营业收入	8%	8%	8%	8%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	837	1176	1437	1767	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	1184	1327	1471	1615
研发费用	826	1029	1411	1767	无形资产	894	890	885	881
%营业收入	6%	5%	5%	6%	商誉	138	140	142	144
财务费用	-109	-135	-173	-247	递延所得税资产	107	234	234	234
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	955	1154	1174	1194
加: 资产减值损失	-27	-60	-75	-80	资产总计	15678	19966	25302	31653
信用减值损失	-11	-5	-7	-10	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	-15	100	100	100	应付款项	2428	3488	4264	5174
投资收益	20	-23	-29	-35	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1329	2383	3106	4014	应付职工薪酬	425	596	729	884
%营业收入	9%	11%	12%	12%	应交税费	200	374	465	572
营业外收支	-10	22	22	22	其他流动负债	6074	8139	10269	12604
利润总额	1319	2405	3128	4035	流动负债合计	9128	12597	15727	19234
%营业收入	9%	11%	12%	13%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	234	409	532	686	应付债券	0	0	0	0
净利润	1085	1996	2596	3349	递延所得税负债	103	38	38	38
归属于母公司所有者的净利润	1084	1975	2570	3317	其他非流动负债	213	269	269	269
少数股东损益	1	21	26	32	负债合计	9443	12904	16034	19541
EPS (元)	15.32	27.54	35.83	46.25	归属于母公司所有者权益	6156	6963	9142	11955
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	78	99	125	157
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6234	7062	9267	12112
经营活动现金流净额	3354	3764	4785	5746	负债及股东权益	15678	19966	25302	31653
取得投资收益收回现金	31	-23	-29	-35	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-545	-280	-280	-279	每股收益	15.32	27.54	35.83	46.25
其他	-1948	-179	0	0	每股经营现金流	46.77	52.48	66.71	80.11
投资活动现金流净额	-2462	-483	-309	-315	市盈率	31.01	22.97	17.65	13.68
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.53	6.52	4.96	3.80
股权融资	19	-955	0	0	EV/EBITDA	18.56	14.84	10.24	6.82
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	6.9%	9.9%	10.2%	10.5%
筹资成本	-200	-300	-391	-504	净资产收益率	17.6%	28.4%	28.1%	27.7%
其他	-332	29	0	0	净利率	7.6%	9.4%	9.8%	10.3%
筹资活动现金流净额	-513	-1227	-391	-504	资产负债率	60.2%	64.6%	63.4%	61.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	378	2055	4086	4927	总资产周转率	1.07	1.18	1.15	1.13

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。