

九号公司(689009.SH)

智能短交通龙头地位稳固，新品类多点开花

投资要点：

九号是全球智能短交通及服务机器人领军企业。公司使命为“简化人和物的移动，让生活更便捷而有趣”，聚焦智能短交通以及服务机器人领域，业务覆盖平衡车、滑板车、两轮车、全地形车、割草机器人等多品类。根据公司财报，24年公司收入142.0亿元（同比+38.9%），扣除非归母净利润达10.6亿元（同比+157.2%），20-24年收入/扣除非归母净利润复合增速分别达24.0%/113.6%；25H1收入117.4亿元（同比+76.1%），扣除非归母净利润13.1亿元（同比+125.3%）。

公司竞争优势在于短交通领域底层通用技术的研发积累，以及成熟的海外品牌、渠道。

九号能够快速的拓展全球市场，不仅得益于高效率的国内供应链支持，更重要的是还拥有两方面优势：（1）技术方面，公司在智慧技术、移动技术、在线化&数据化能力等底层通用技术方面已有深厚积累。（2）品牌方面，公司于2015年收购平衡车鼻祖Segway，获得了可复用的海外品牌、渠道优势。

主业：高端智能化两轮车龙头地位稳固；toB及自主品牌滑板车营收恢复增长。（1）两轮车：九号国内高端龙头地位稳固，并不断拓展目标客群，业绩保持高增长。25H1电动两轮车实现收入68.2亿元（同比+101.7%），收入占比达58.1%。展望未来，短期聚焦于门店的拓展和提效，中长期期待海外市场、软件服务业务释放潜力。（2）平衡车和滑板车：海外需求恢复，九号市场份额逐步提升，同时自主品牌产品矩阵逐步完善，线下渠道稳步拓展，25H1贡献21.8亿元收入（同比+37.2%），收入占比达18.6%。

新业务：全地形车与割草机器人性价比与智能化优势明显，快速拓展海外市场。（1）割草机器人：主要面向欧美市场，产品正从“能用”向“好用”快速迭代，行业渗透率有望快速提升。九号产品智能化与性价比领先，营收有望高增长，24年实现收入8.6亿元（同比+284%），收入占比达6.1%。（2）全地形车：主要面向欧美市场，九号智能化与混动技术领先，渠道稳步拓展，25H1实现收入5.4亿元（同比+6.2%），收入占比达4.6%。

盈利预测与评级：预计公司25-27年归母净利润为20.1/25.9/34.9亿元，同比增速为84.9%/29.1%/34.6%，对应25年12月2日价格对应PE分别为21/17/12倍。公司是全球智能短交通及服务机器人龙头，技术壁垒深厚，产品布局丰富，各业务线均有较大成长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示。技术研发风险，国际化业务风险，汇率波动风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,222	14,196	21,397	27,093	31,807
同比增长率（%）	0.97%	38.87%	50.73%	26.62%	17.40%
归母净利润（百万元）	598	1,084	2,005	2,589	3,485
同比增长率（%）	32.72%	81.29%	84.90%	29.13%	34.62%
每股收益（元/股）	8.33	15.11	27.93	36.07	48.56
ROE（%）	10.96%	17.61%	26.93%	28.42%	30.71%
市盈率（P/E）	71.52	39.45	21.34	16.52	12.27

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 25–27 年归母净利润为 20.1/25.9/34.9 亿元，同比增速为 84.9%/29.1%/34.6%，对应 25 年 12 月 2 日价格对应 PE 分别为 21/17/12 倍。公司是全球智能短交通及服务机器人龙头，技术壁垒深厚，产品布局丰富，各业务线均有较大成长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

1、电动平衡车和电动滑板车：产品快速迭代，自主品牌收入占比提升。在新品的带动下，终端需求有望持续回暖，收入有望恢复增长。盈利能力方面，随着产品迭代升级与自主品牌收入占比提升，25 年电动平衡车和电动滑板车业务毛利率有望提升。

2、电动两轮车和电踏车：中长期来看，行业有望保持稳步增长。公司两轮车产品在智能化与高端化方面领先优势明显，市场份额有望继续提升，收入有望保持较快增长。盈利能力方面，公司产品价格带预计将逐步丰富，同时随着产、销量增长，规模效应将逐步体现，毛利率有望稳步提升。

3、服务机器人：主要收入来自割草机器人。随着海外渠道不断拓展，服务机器人业务收入有望保持较快增长。盈利能力方面，行业仍处于产品不断迭代，市场规模快速增长阶段，毛利率预计保持在较高水平。

投资逻辑要点

全球智能短交通及服务类机器人市场空间广阔，九号业务覆盖平衡车、滑板车、两轮车、全地形车、割草机器人等多品类，技术、品牌、渠道等竞争优势明显，管理、激励机制优秀，具备快速拓展多品类的能力。展望未来，公司主业有望稳步增长，新业务具备高盈利和高增长潜力，业绩有望保持长期稳定增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

核心风险提示

技术研发风险，国际化业务风险，汇率波动风险。

内容目录

1. 智能短交通及服务机器人龙头，研发积累深厚	6
1.1. 智能短交通及服务机器人领军企业，产品布局丰富	6
1.2. 业绩快速成长，利润率稳步提升	7
1.3. 管理层技术背景深厚，经验丰富	8
2. 竞争优势：底层技术积累丰厚，海外品牌渠道领先	9
2.1. 坚持高研发投入，短交通、机器人底层技术积累丰厚	9
2.2. Segway 品牌优势及渠道壁垒强，助力公司快速开拓海外市场	11
3. 主业：高端智能化两轮车龙头地位稳固，自主品牌滑板车营收恢复增长	12
3.1. 两轮车：国内外市场广阔，九号有望继续领跑高端市场	12
3.2. 平衡车&滑板车：B 端业务需求回暖，自主品牌稳步增长	17
4. 新业务：横向拓展边界，割草机器人、全地形车、E-bike 逐步起量	18
4.1. 割草机器人：行业渗透率有望提升，九号智能化与性价比领先	18
4.2. 全地形车：主要面向欧美市场，智能化与混动技术领先	21
4.3. E-bike：凭借产品智能化和渠道复用有望贡献新增长	23
5. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 九号公司发展历程图	6
图表 2: 2016–2025H1 九号公司分产品营收占比	6
图表 3: 2020–2025H1 九号公司营收及增速	7
图表 4: 2020–2025H1 九号公司归母净利润及增速	7
图表 5: 2020–2025H1 九号公司扣非归母净利率、毛利率、毛销差水平	8
图表 6: 九号公司股权结构（截至 2025 年 8 月）	8
图表 7: 公司创始人及高管人员介绍	9
图表 8: 24 年新日、爱玛、雅迪、小牛、九号研发费用率	10
图表 9: 24 年九号、爱玛及新日研发人员占比	10
图表 10: 九号公司核心技术及应用产品	10
图表 11: 2024 年 Segway–Ninebot 获得中国品牌全球信任指数两轮电动车行业排名第一	11
图表 12: Segway 渠道布局	11
图表 13: 九号 2020–2025H1 国内外收入占比	12
图表 14: 2019 年《新国标》施行后电动两轮车行业销量快速增长（单位：万辆）	13
图表 15: 2018–2027 年全球电动两轮车销量	13
图表 16: 九号在高端价格带销量领先	14
图表 17: 各电动车品牌分年龄 TGI 指数	14
图表 18: 九号两轮车销量及增速（2020–2025H1）	14
图表 19: 九号两轮车业务收入及增速（2020–2025H1）	14
图表 20: 九号在智能化两轮车评测中得分位列第一	15
图表 21: 九号在智能两轮电动车品牌中用户认知最高	15
图表 22: 九号两轮车 Q 系列与蛋仔派对联名款	15
图表 23: 九号签约易烊千玺为品牌全球代言人	15
图表 24: 九号五大产品系列	16
图表 25: 九号两轮车门店数量及增速（2021–2025H1）	16
图表 26: 九号两轮车门店距雅迪、新日仍有差距	16
图表 27: 全球及中国电动平衡车出货量（单位：万台）	17
图表 28: 九号公司小米（定制）业务收入与增速	18

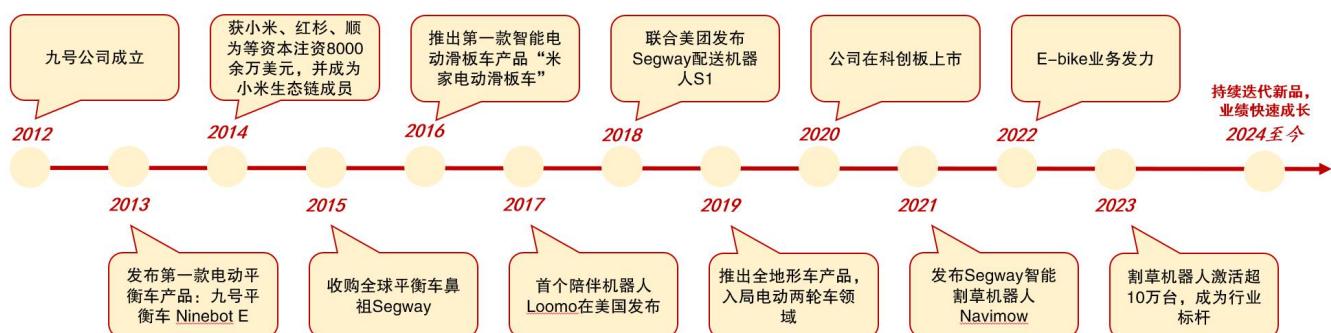
图表 29: 九号公司 ToB 业务收入与增速	18
图表 30: 九号自主品牌零售滑板车收入及增速 (22-25H1)	18
图表 31: 各国草坪养护法案	19
图表 32: 割草机器人市场规模及渗透率	19
图表 33: 割草机器人演变路径	20
图表 34: 割草机器人技术路径	20
图表 35: 德国亚马逊销售额 Top5 割草机器人	21
图表 36: 2015-2024 年全球全地形车市场销量及增长率	22
图表 37: 全地形车产品对比	23
图表 38: 九号全地形车收入与增速 (2021-25H1)	23
图表 39: 2015-2030 年欧洲 E-bike 销量及增长率	24
图表 40: 2015-2030 年美国 E-bike 销量及增长率	24
图表 41: 2024 年九号发布两款 E-bike 产品	24
图表 42: 九号公司分业务收入预测 (亿元)	25
图表 43: 九号公司毛利率分拆预测表	25
图表 44: 九号公司可比公司估值表	26

1. 智能短交通及服务机器人龙头，研发积累深厚

1.1. 智能短交通及服务机器人领军企业，产品布局丰富

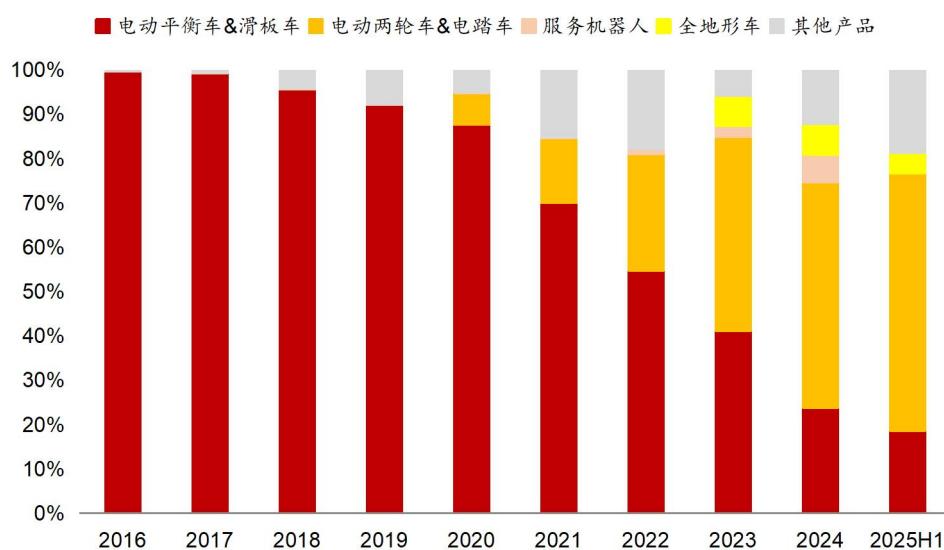
九号公司是全球智慧移动领军企业，是境内上市企业中“VIE+CDR 第一股”。公司成立于2012年，以电动平衡车业务起家，以“简化人和物的移动，让生活更便捷而有趣”为使命，聚焦“智能移动人”（智能短交通）和“智能移动物”（搭载服务机器人）业务。2020年九号公司于上海证券交易所科创板成功上市，成为中国境内上市企业中“VIE+CDR 第一股”。目前公司持续夯实电动两轮车、平衡&滑板车基本盘，新业务割草机器人、全地形车、E-bike正在快速发展。

图表 1：九号公司发展历程图



资料来源：公司招股书、公司公告、公司官网，华源证券研究所

图表 2：2016-2025H1 九号公司分产品营收占比



资料来源：iFind，华源证券研究所

1.2. 业绩快速增长，利润率稳步提升

复盘公司发展历程，早期业务以小米定制与 to B 渠道收入贡献为主，目前已经调整为自主品牌为主。

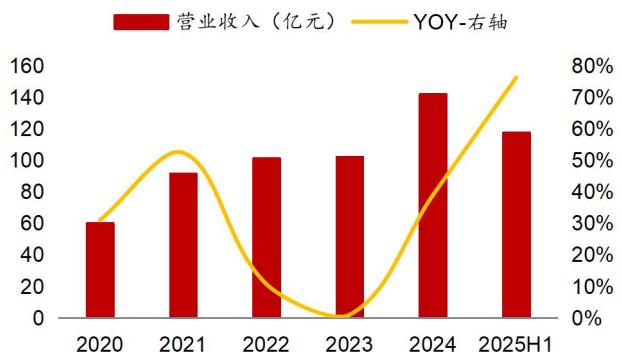
(1) 高速发展期：2020 年之前，公司主要收入来自小米定制业务与 to B 业务，得益于滑板车市场发展与共享经济繁荣，公司收入、利润快速增长。

(2) 业务调整期：2021–2023 年，原主业小米定制业务与 to B 业务收入萎缩，拖累公司整体业绩增速，但同时两轮车业务起步并快速发展。

(3) 新成长期：2024 年来，小米定制业务收入占比已降至低位，to B 业务逐渐回暖，两轮车业务进入渠道快速扩张期，带动收入、利润重回高增长趋势。同时，全地形车、割草机器人等新业务开始快速增长。

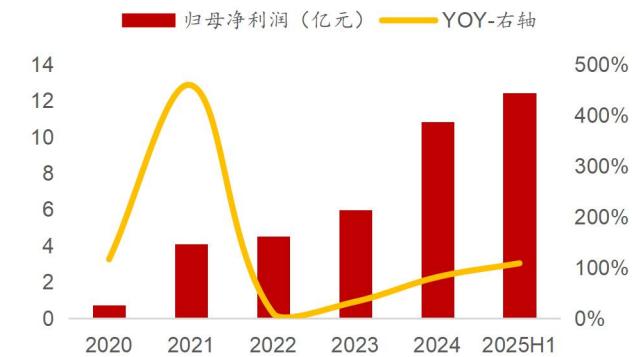
2024 年以来公司收入、利润快速增长。2024 年公司实现收入 142.0 亿元 (YoY+38.9%)，归母净利 10.8 亿元 (YoY+81.3%)，扣非归母净利 10.6 亿元 (YoY+157.2%)。公司中报显示，2025H1 实现收入 117.4 亿元 (YoY+76.2%)，归母净利 12.4 亿元 (YoY+108.4%)，扣非归母净利 13.1 亿元 (YoY+125.3%)。业绩增速加快，主要系两轮车、全地形车、割草机器人等主营业务加速增长：(1) 25H1 电动两轮车实现收入 68.2 亿元 (YoY+101.7%)，销量 239.3 万台 (YoY+99.4%)。(2) 25H1 全地形车营收 5.4 亿元 (YoY+6.2%)，销量 1.28 万台 (YoY+6.0%)。

图表 3：2020–2025H1 九号公司营收及增速



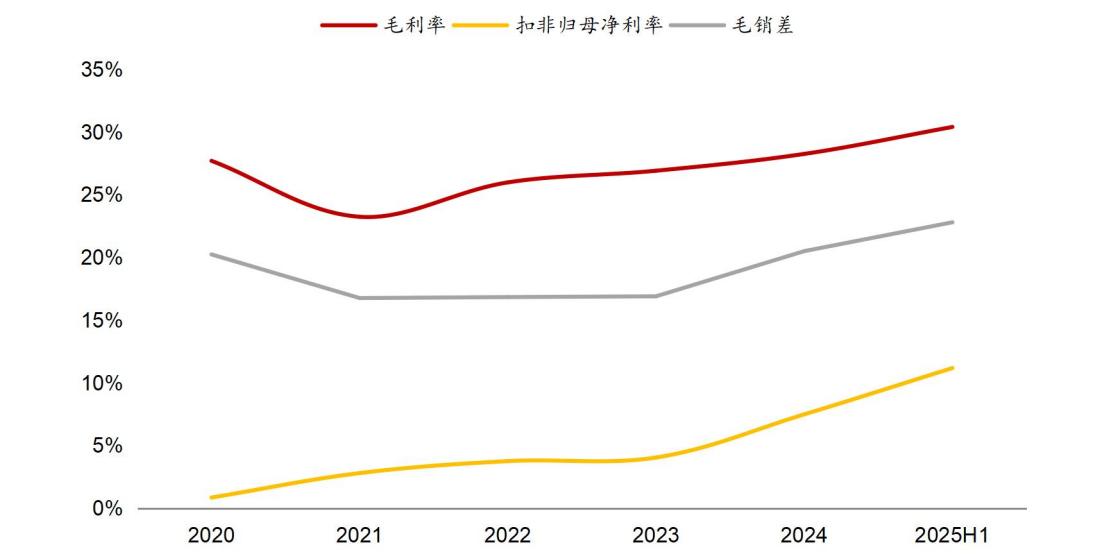
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 4：2020–2025H1 九号公司归母净利润及增速



资料来源：iFind，华源证券研究所

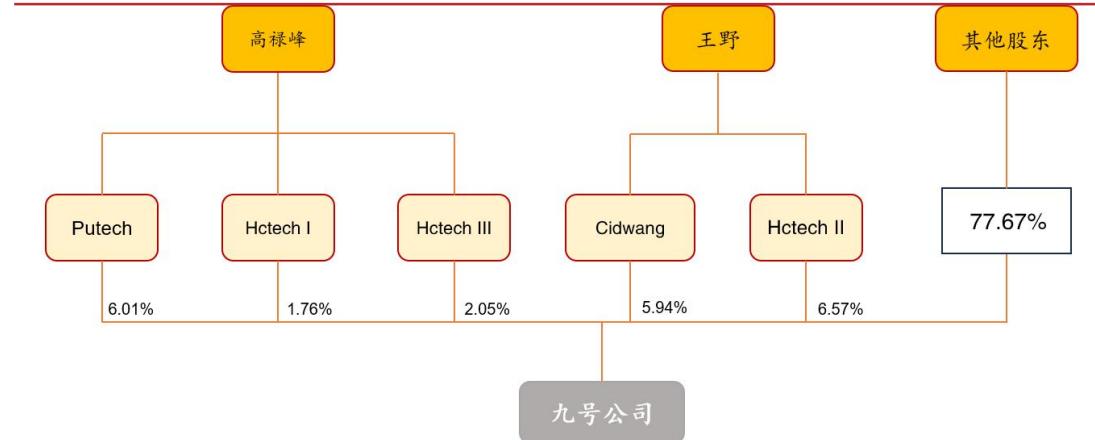
公司毛利率及扣非归母净利率稳步提升。2021–2024 年公司毛利率及扣非归母净利率稳步提升，分别平均每年提升 1.7pct/1.6pct，2025H1 公司毛利率 30.4% (同比保持稳定)、扣非归母净利率为 11.2% (YoY+2.4pct)，近年公司利润率提升主要驱动力为：(1) 两轮车业务快速增长，规模效应体现，且软件服务业务逐步起量；(2) 高毛利的割草机器人等新业务快速增长；(3) 随着收入规模快速扩大，销售、管理、研发费用等快速摊薄，费用率整体下降。

图表 5：2020-2025H1 九号公司扣非归母净利率、毛利率、毛销差水平


资料来源：iFind，华源证券研究所

1.3. 管理层技术背景深厚，经验丰富

公司创始人高禄峰、王野为实际控制人，控制权集中。招股说明书显示，公司设 AB 股模式，A 类普通股对应 1 个投票权，B 类普通股对应 5 个投票权。目前仅有高禄峰和王野持有 B 类普通股，其他投资者均持有 A 类普通股。根据高禄峰与王野签署的《一致行动人协议》，高禄峰与王野合计持有公司表决权 59.16%（截至 25 年 6 月底），为公司的实际控制人。

图表 6：九号公司股权结构（截至 2025 年 8 月）


资料来源：iFind，华源证券研究所

高管技术背景深厚，经验丰富，深耕机器人、家电、全地形车等多个赛道。公司创始人高禄峰和王野均来自北京航空航天大学，深耕机器人行业多年，技术背景深厚，创业与管理经验丰富。总裁陈中元、CTO 刘森博士均来自北京航空航天大学，均有深厚的技术研发背景；CFO 凡孝金曾在美的、奥克斯任职；电动车事业部总经理张珍源于 2013 年加入公司。

图表 7：公司创始人及高管人员介绍

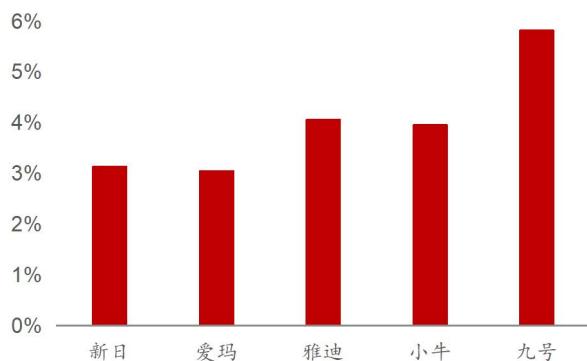
姓名	职务	简介
高禄峰	董事长，董事	北京航空航天大学机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士。2008 年 11 月-2011 年 12 月，担任新索科技(北京)有限公司 CEO。2012 年至今作为联合创始人之一创办 Ninebot。
王野	董事、CEO	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士。2007 年 7 月-2010 年 10 月，担任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理。于 2009 年 10 月起，任北京市人工智能学会常务理事。曾获国防科学技术奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖。2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot，2013 年 1 月-2020 年 2 月历任公司联席 CEO，总裁职务。
陈中元	董事、总裁	北京航空航天大学机器人研究所工学硕士。2015 年-2017 年，作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的 CQC 标准，中国国家标准，美国 UL 标准等国内外重要标准。
凡孝金	CFO	南京大学工商管理硕士。曾担任美的集团中央空调事业部，国际事业部财务总监，奥克斯集团副总裁，虎彩印艺股份有限公司 CFO，深圳兴森快捷电路科技股份有限公司 CFO 等职。2021 年 5 月加入公司。
刘森	CTO	北京航空航天大学计算机学院博士后。2015 年至 2021 年于上海友衷科技有限公司任职联合创始人兼 CTO。2021 年加入公司。
徐鹏	董事会秘书	中国海洋大学学士学位。2006 年 8 月-2009 年 12 月，担任普华永道中天会计师事务所高级审计师；2010 年 3 月-2012 年 3 月，担任北京瑞沃迪国际教育有限公司财务分析经理；2012 年 4 月-2015 年 8 月，担任联想控股股份有限公司财务经理；2015 年加入公司，现任公司董事会秘书兼信息披露境内代表。
张珍源	电动车事业部总经理	2013 年加入九号公司，现任公司电动车事业部总经理。自加入公司以来，张珍源历任公司高级结构工程师、研发经理、产品线负责人。

资料来源：iFind、公司官网，华源证券研究所

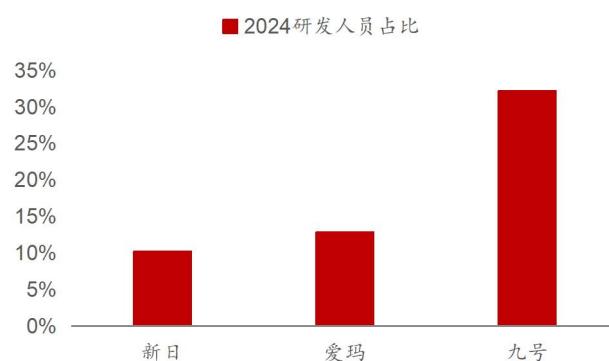
2. 竞争优势：底层技术积累丰厚，海外品牌渠道领先

2.1. 坚持高研发投入，短交通、机器人底层技术积累丰厚

公司高度重视研发，研发投入行业领先。2024 年公司研发费用为 8.26 亿元，2020-2024 年复合增速达到 15.63%。参考图表 8 和 9 所示，横向比较，2024 年公司研发费用率、研发人员占比领先。截至 2025H1 公司研发人员达 1786 人，占公司总人数 31.55%，同样处于行业领先水平。

图表 8：24 年新日、爱玛、雅迪、小牛、九号研发费用率


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 9：24 年九号、爱玛及新日研发人员占比


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

公司持续高研发投入，智慧技术、移动技术、在线化&数据化能力三大类核心底层技术积累深厚。（1）智慧技术：包含感知技术、计算技术、执行控制等。（2）移动技术：包含三电、平衡控制等。（3）在线化&数据化技术：包含自研 IOT 网关、Web Services 云服务能力等。

基于底层通用技术的积淀及高效复用，九号迅速拓展两轮车、割草机器人等品类，并赋予其相比于传统竞品明显的差异化优势。公司组织架构相对扁平化，设有技术研发中心负责底层共性技术研发（包括机器人技术研发中心、产品工程部、研发运营部等），再由各产品开发前台研发中间件和开发运营主机产品。凭借高效的研发能力和深厚的技术储备，公司自研无传感驱动技术、云边端一体真智能系统、EFLS 2.0 融合定位系统等技术，并快速应用至电动两轮车、机器人等多个品类，打造了和传统竞品明显的差异化优势。

图表 10：九号公司核心技术及应用产品

核心技术名称	应用产品				
	电动平衡车	电动两轮车	电动滑板车	机器人系列	E-bike
自平衡控制技术	√	√			
自主导航技术				√	
基于视觉 Tag 编码的建图和定位系统				√	
智能骑行辅助系统			√		
鼠标控算法		√	√		
多媒体及来电显示、控制技术		√	√		√
多功能全彩液晶仪表		√	√		
HIAS 前灯技术		√			
全新感应解锁 2.0		√	√		√
高精度低成本永磁同步电机驱动技术	√	√	√	√	
轮毂电机-极限定子可变磁路		√			
长续航技术	√	√	√		
高可靠双重保护电池管理技术	√	√	√	√	
RideyPower 智能铅酸和碳晶电池		√			
Turbo 充电技术			√		√
低成本高可靠多重防水结构 PACK		√	√		
超宽带无线定位技术	√		√		

FindMy 定位查找技术		√	√		√
低成本高通用性 4G IOT 技术		√			
电动两轮车智能系统		√			
半稠密 Tag 技术方案				√	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. Segway 品牌优势及渠道壁垒强，助力公司快速开拓海外市场

品牌势能方面，Segway 全球品牌认知助力公司拓展海外市场。Segway 是平衡车的发明者，是平衡车领域全球最具影响力的品牌。2015 年 4 月九号在小米、红杉等机构的助力下，完成了对 Segway (赛格威) 100% 股权的收购，实现了 Segway–Ninebot 双品牌布局，有助于强化海外市场的品牌心智建设。Segway 的品牌优势有助于公司电动两轮车、全地形车、割草机器人等品类快速进入海外市场。根据益普索，2024 年 Segway–Ninebot 获得中国品牌全球信任指数两轮电动车行业排名第一。

图表 11：2024 年 Segway–Ninebot 获得中国品牌全球信任指数两轮电动车行业排名第一



资料来源：益普索，华源证券研究所

渠道方面，Segway 深度覆盖线上线下主流零售渠道，线下渠道构筑先发优势。Segway 业务覆盖 to B 和 to C 端，拥有全球 160 多个国家的渠道，服务网络覆盖全球，在美洲、亚太市场线下渠道已入驻 Costco、Walmart、Target、Best Buy 等大型连锁商超和户外运动连锁店，线上已入驻 Amazon 等电商平台；在欧洲市场基本已经覆盖线上线下主流零售渠道。此外，比如割草机器人品类，在欧洲市场以线下渠道为主，而线下渠道同品类的品牌容纳能力有限，Segway 作为早期进入者在渠道方面积淀深厚，相较于其他国产品牌具备先发优势。

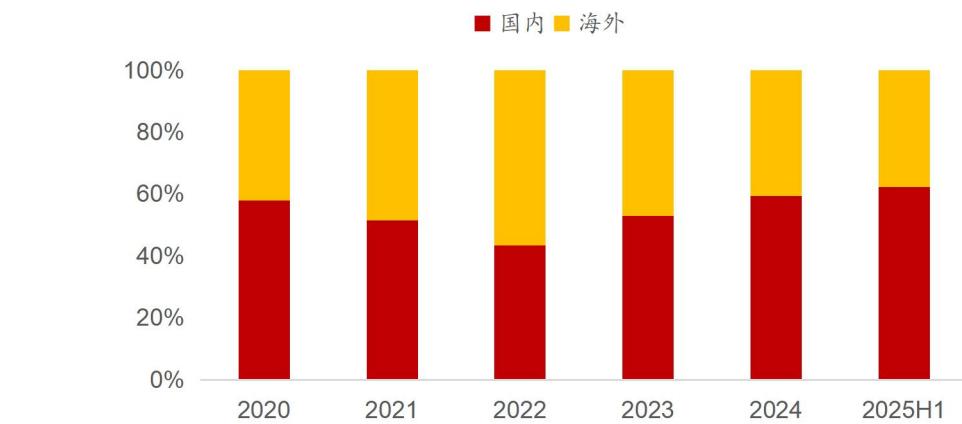
图表 12：Segway 渠道布局

渠道类型	合作渠道
线下	Costco、Target、Best Buy、Sam's Club、Media Mart、Euronics、Fanc & Darty、Big5、OBI、Bauhaus
线上	Segway 官方商城、Amazon、Otto、DNS、Lazada 等

资料来源：公司官网，华源证券研究所

技术、供应链方面，九号、Segway 双方协同作用同样明显，助力新品类打开全球市场。在技术方面，九号拥有深厚的机器人技术积累，而 Segway 具备平衡车领域全球最核心的 400 多项行业专利，以及全球视野的研发体系；在供应链方面，九号具备成熟高效的供应链，且双方在全球重点区域均有企业和工厂布局。得益于 Segway–Ninebot 双品牌协同，公司产品品类从平衡车、滑板车，拓展至智能电动两轮车、全地形车、E-bike、服务机器人（如割草机器人）等多个领域，持续拓展海外市场，2025H1 公司海外市场收入占比达 38%。

图表 13：九号 2020–2025H1 国内外收入占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 主业：高端智能化两轮车龙头地位稳固，自主品牌滑板车营收恢复增长

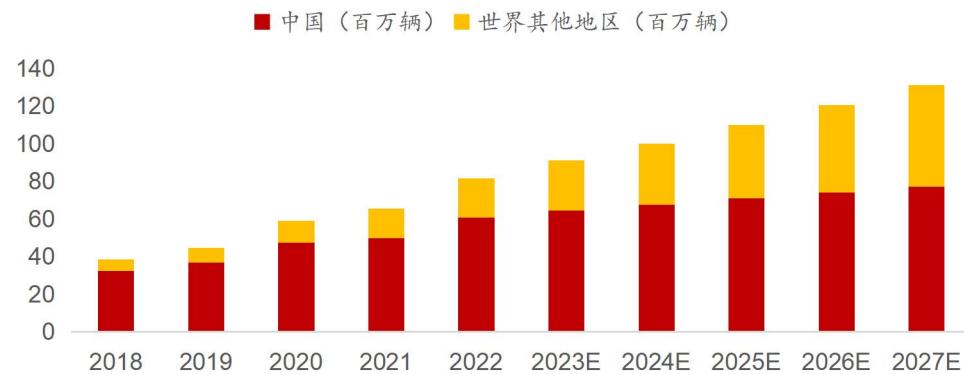
3.1. 两轮车：国内外市场广阔，九号有望继续领跑高端市场

两轮车内需短期增速可能放缓，但中长期仍有提升空间。（1）短期来看，24–25 年《新国标》与以旧换新政策为国内电动两轮车市场规模增长主要驱动力。在存量车换新需求前置的背景下，26 年国内增速预计环比将有所放缓，但由于两轮车的刚需属性，市场规模预计仍将保持相对稳定。（2）长期来看，国内电动两轮车市场仍有提升空间，老车换新节奏加快提升存量需求，智能化提升产品体验带来增量需求，行业长期有望保持稳定增长。

图表 14：2019 年《新国标》施行后电动两轮车行业销量快速增长（单位：万辆）


资料来源：爱玛科技首次招股说明书，EVTank，wind，观知海内信息网，华源证券研究所

海外电动两轮车市场仍是蓝海市场。在补贴和禁摩政策等因素推动下，海外市场有望快速发展。根据绿源集团招股书引用的弗若斯特沙利文数据，2027 年海外市场销量将达到 5390 万辆，出海有望成为电动两轮车企业发展的重要方向。

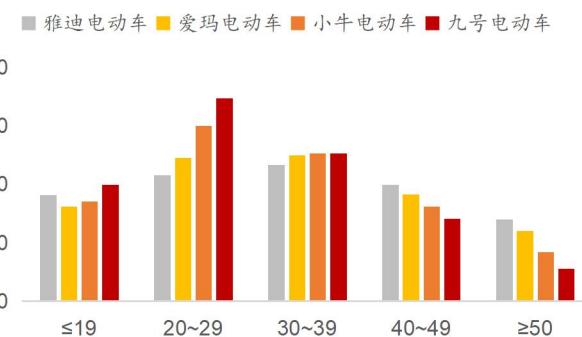
图表 15：2018-2027 年全球电动两轮车销量


资料来源：绿源集团控股首次招股说明书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

九号电动两轮车精准把握智能化需求，快速抢占高端市场份额。九号两轮车业务起步于 2019 年底，精准把握了智能化的产品需求，凭借智能化、年轻化以及高端化的品牌定位，在竞争激烈的电动两轮车市场快速抢占了份额，根据鲁大师数据实验室、艾瑞咨询，在电动两轮车 4000 元以上价格带，九号已连续 2 年实现销量第一。此外，根据艾瑞咨询 2025 年 4 月对近一年购入两轮车车主的调研，18-35 岁的电动两轮车消费者占约 7 成，年轻群体对高端智能两轮车更为偏好。根据百度搜索指数，九号已经成为中国 29 岁及以下年轻人最感兴趣的品牌。

图表 16：九号在高端价格带销量领先

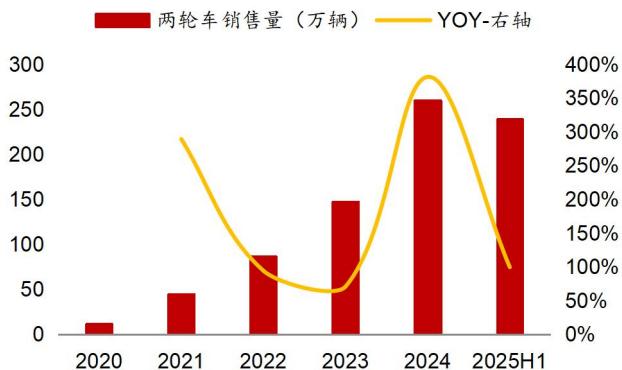

资料来源：鲁大师数据实验室，艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 17：各电动车品牌分年龄 TGI 指数


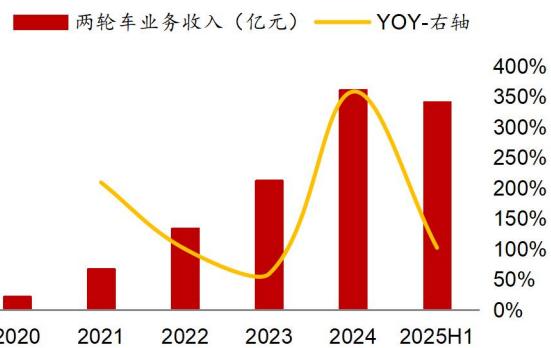
资料来源：百度搜索指数，华源证券研究所。

注：TGI（目标群体指数）=（目标群体中具有特定行为的比例 ÷ 总体群体中具有相同行为的比例）×100，数值越高代表偏好越显著

根据公司公告，2024 年九号两轮车销量已达到 259.89 万台，2020–2024 年复合增速达到 118.37%；2025H1 电动两轮车实现收入 68.2 亿元（YoY+101.7%），销量 239.3 万台（YoY+99.4%）。

图表 18：九号两轮车销量及增速（2020–2025H1）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：九号两轮车业务收入及增速（2020–2025H1）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

具体来看，九号两轮车之所以能够快速成长为高端市场龙头，除了本身的差异化优势外，核心原因是切中了市场相对空白的高端定位。九号产品一方面以智能化支撑起高端化定位；另一方面以潮流的产品设计、年轻的品牌风格，并通过跨界联名、社群营销等强化自身“时尚、智能、潮酷”的定位，精准把握年轻消费者对两轮车的社交属性需求。

产品方面，公司凭借深厚的技术积累，赋予产品领先的性能和智能化的操作体验。公司持续推出行业领先的智能系统，其中包括 RideyGo!、RideyFun、Rideypower、RideyLONG、NimbleOS 等系统。根据艾瑞咨询调研，九号在所有电动两轮车品牌中智能化测评年度总分值排名第一，同时其智能化产品在 Top20 中占据半数席位，形成显著品牌优势。在用户认知方面，根据艾瑞咨询 2025 年 4 月对近一年购入两轮车车主的调研，九号是用户认知度最高且消费者优先考虑的智能两轮车品牌。

图表 20：九号在智能化两轮车评测中得分位列第一


资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 21：九号在智能两轮电动车品牌中用户认知最高


资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

九号精准把握年轻消费者的社交需求，成功打造“时尚、智能、潮酷”的产品定位。早期两轮车产品主要定位是大众平价通勤工具，忽略了年轻消费者对两轮车外观设计、品牌定位、社交属性的需求。九号产品设计新潮，如智能 3.0 系统支持车身装饰灯个性化定制、情绪盲盒等功能。在营销方面，九号通过多种形式触达年轻群体，传递自身时尚、智能、潮酷形象，包括签约易烊千玺为代言人、深度布局电竞营销（与《王者荣耀》职业战队合作等）、结合游戏和动漫 IP 推出定制车型以及线上线下社群营销等。

图表 22：九号两轮车 Q 系列与蛋仔派对联名款


资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 23：九号签约易烊千玺为品牌全球代言人


资料来源：公司官网，华源证券研究所

展望未来，两轮车业务短期成长性或将主要来源于产品矩阵的迭代与丰富，以及线下渠道的拓展与单店经营质量优化。

(1) 公司精准定位多元消费群体与细分场景需求，产品矩阵快速迭代，目标客群逐步扩大。以 Q 系列为为例，根据公告，2025 年上半年 Q 系列已跻身销量前三品类，助力拓展女性用户群体。根据 2025 新品发布会，未来五年公司将持续迭代升级五大系列产品，包括科幻伙伴 D 系列、未来已来 E 系列、运动性能 M 系列、均衡工具 N 系列、生活方式 Q 系列。

图表 24：九号五大产品系列

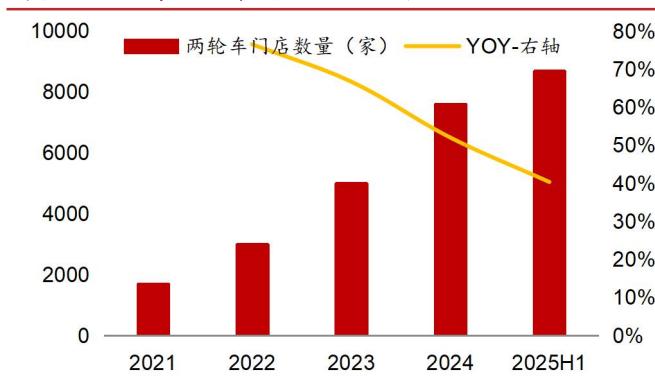
系列	价格区间	核心定位	目标用户	参考样式
E 系列	6999 起	高性能旗舰	资深玩家、科技极客等	
M 系列	4999 元起	运动性能、长续航	性能爱好者、远途出行等	
N 系列	4000+元	均衡工具、实用	注重实用的用户等	
Q 系列	2799 元起	女性友好、生活方式	女性用户等	
D 系列	9799 元起	科幻旗舰、顶级体验	先锋用户	

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

(2) 渠道方面，九号国内线下渠道有望持续提质增效。未来公司渠道策略重心将从“提数量”转向“提质量”，头部门店聚集效应有望逐步体现。据公司公告，公司年销量 1000–2000 台的高销门店已逐步形成规模化。未来公司预计持续推进大店战略，升级 2.0 形象店，通过优化空间布局、陈列体验提升转化率和店效。

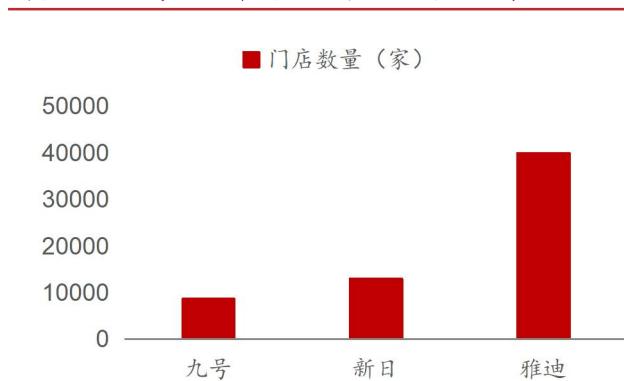
数量方面，未来公司国内渠道仍有较大提升空间。截至 25 年 6 月，公司两轮车门店覆盖 1200 余个县市，超 8700 家，但距离雅迪、新日等传统品牌仍有差距。考虑到一二线市场升级换代与下沉市场年轻群体对高端智能车型的需求增长，公司门店数量与运营效率均具提升潜力。

图表 25：九号两轮车门店数量及增速（2021–2025H1）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 26：九号两轮车门店距雅迪、新日仍有差距



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

备注：九号门店数截至 2025 年 6 月 30 日，新日门店数截至 2024H1，雅迪门店数截至 2023 年

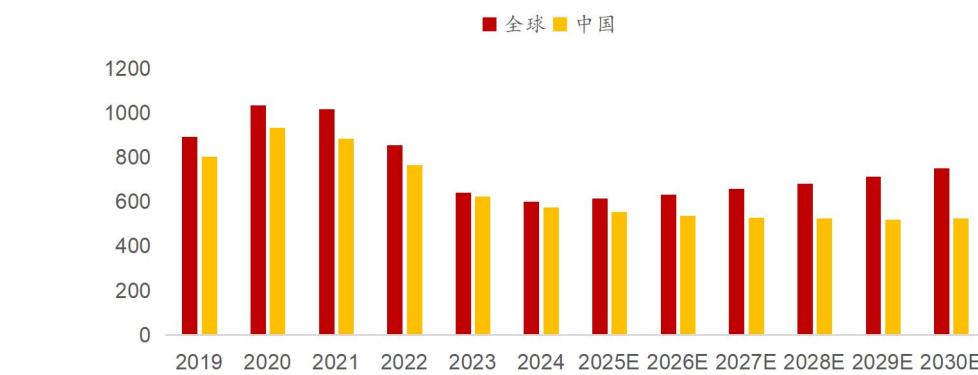
中长期来看，公司海外市场、软件服务业务具备潜力。（1）出海：依托公司智能化优势以及 Segway 在欧美市场的高品牌认可度和渠道基础，公司电动两轮车具备出海潜力，有望在欧美及亚洲实现突破。（2）软件服务：两轮车的远程控车、骑行记录等核心功能显著提升用户体验，用户付费意愿较高。根据公司公告，目前软件服务续费率达 65%，随着智能化功能持续迭代，未来续费率有望保持进一步提升。远期来看，随着公司两轮车存量用户及续费率提升，软件业务的收入及利润贡献均具备较大潜力，同时也有助于增强公司应对行业价格竞争的能力。

3.2. 平衡车&滑板车：B 端业务需求回暖，自主品牌稳步增长

电动平衡车：兼具代步与娱乐双重属性，2024 年全球市场销售额超 5 亿美元。电动平衡车是利用车内加速度传感器、陀螺仪等元件检测车体姿势状态，再通过伺服控制系统驱动电机进行相应的调整，从而保持动态平衡的一种代步设备，兼具代步与娱乐双重属性。EVTank 数据显示，中国生产了全球大约 90% 的电动平衡车，且 60% 左右的产品出口海外。根据 QYResearch 调研，2024 年全球平衡车市场销售额达到了 5.36 亿美元，预计 2031 年市场规模将为 6.84 亿美元，预计 2025–2031 期间年复合增长率为 3.6%。

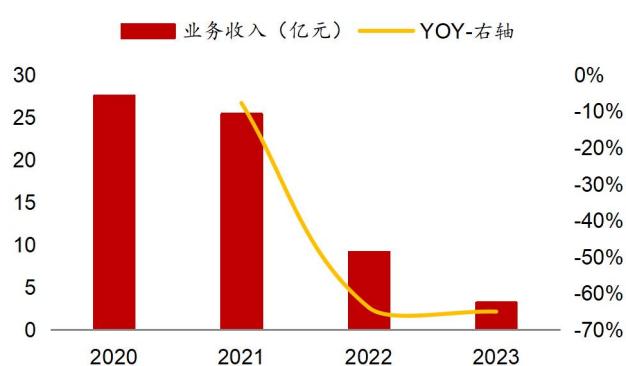
电动滑板车：小巧便携，2024 年全球市场规模超 20 亿美元。共享出行市场的兴起，有效带动了全球电动滑板车销量的快速增长。全球公共卫生安全事件后欧美市场经济复苏、共享出行市场需求回暖，未来全球电动滑板车市场容量有望进一步提升。根据 QYResearch 数据，全球电动滑板车市场规模预计将从 2024 年的 23.7 亿美元增至 2031 年的 56.85 亿美元，2025 年至 2031 年的年复合增长率为 13.5%。

图表 27：全球及中国电动平衡车出货量（单位：万台）



资料来源：EVTank，华源证券研究所

平衡车&滑板车的小米渠道及 toB 业务调整结束。复盘九号发展历程，电动平衡车及滑板车是公司起家的业务，早期小米渠道的订单以及共享业务的发展，助力了规模的快速扩张。后期公司自主品牌快速发展，小米业务逐步减少，共享行业遇冷，导致 22–23 年业绩承压。目前小米业务占比已降至低点，对公司业绩的拖累影响减少，to B 业务受益欧洲经济恢复性增长以及换新周期等恢复正增长。

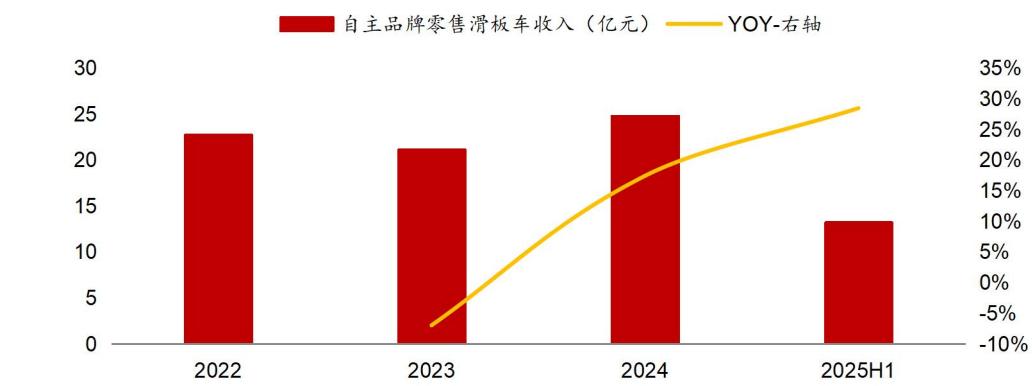
图表 28：九号公司小米（定制）业务收入与增速


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：九号公司 ToB 业务收入与增速


资料来源：公司公告，华源证券研究所

自主品牌零售滑板车方面，产品矩阵逐步完善，渠道稳步拓展，25H1 收入增速回升至 28%。
根据公司公告，25 年九号发布了 Max G3、F3 和 E3 系列产品，完善了从儿童娱乐、轻便通勤、运动通勤到高端性能玩乐等全场景和全价位段的产品矩阵。分区域来看，欧美仍是公司滑板车业务的主要市场，九号份额稳步提升；国内方面，公司与迪卡侬达成合作，24 年电动滑板车 E2 Pro 已进驻迪卡侬全国 64 家门店。电动滑板车在国内目前仍属于新兴消费品类，随着产品矩阵完善、线下渠道拓展，市场教育有望不断推进，九号自主品牌零售滑板车业务未来有望保持稳步增长。

图表 30：九号自主品牌零售滑板车收入及增速（22-25H1）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 新业务：横向拓展边界，割草机器人、全地形车、E-bike 逐步起量

4.1. 割草机器人：行业渗透率有望提升，九号智能化与性价比领先

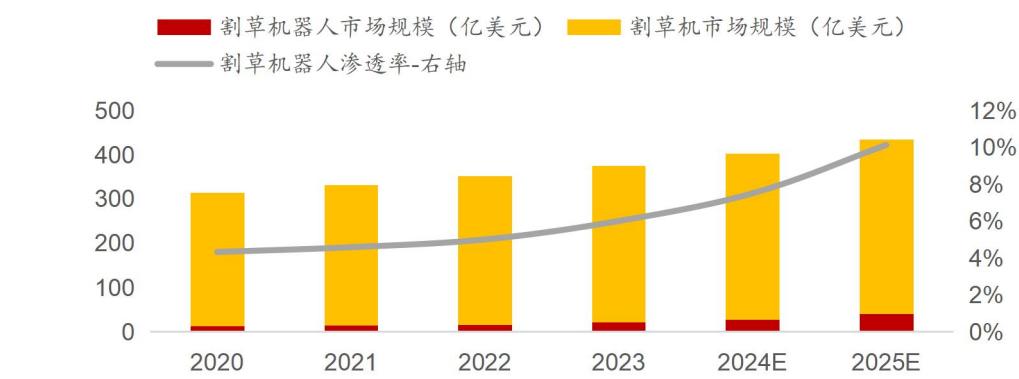
割草机器人主要用于家庭草坪打理，用于替代传统割草机，行业渗透率有望快速提升。欧美地区草坪文化叠加法规等造成的刚性需求，园林器械已成为欧美家庭的刚需用品，根据公司公告，2024年欧美地区占全球割草机市场超8成。相较于传统割草机，割草机器人具备经济、环保、自动化等优点，未来渗透率有望快速提升，根据公司公告，公司预计智能割草机器人市场规模有望达600-700万台。

图表 31：各国草坪养护法案

国家	地区	草坪养护法规
德国	各州	公共场所和私人住宅的草坪都必须定期修剪，其高度不得超过20厘米，违规者将收到罚单
美国	伊利诺斯州	伊利诺斯州首府斯普林菲尔德“好邻居法案”规定草坪中草的高度不得超过6英寸，否则会受到50美元的罚款
	加州	加州当地法令规定，草坪的草不得超过4英寸，否则将面临罚款的惩罚
	纽约市	马斯派克公园村法令规定，未按规定修剪草坪的，初犯者即可能受到1,000美元的罚款，最高可达10000美元罚款
加拿大	多伦多	市政厅规定，私人房宅内的草坪高度不能超过20厘米，违规者或将面临罚款
澳大利亚	墨尔本	莫纳西市政厅规定，各住宅门前人行横道草坪高度不能超过30厘米

资料来源：大叶股份年报，华源证券研究所

图表 32：割草机器人市场规模及渗透率



资料来源：大数跨境，雨果跨境，华源证券研究所

国产品牌有望借助无边界技术的产品迭代机遇弯道超车。根据公司公告，无边界割草机器人市场正在快速成长，2024年全球有边界与无边界割草机器人市场占比为7:3，2025年该比例有望达到4:6。传统割草机龙头富世华等早期均主打传统埋线式割草机器人，具备预埋电缆存在的安装繁琐、灵活性差及边缘精度低等痛点，国产企业通过RTK、视觉(VSLAM)及激光雷达方案等，克服了该局限。虽然传统品牌也陆续推出了无边界产品，但国货的迭代速度、智能化水平均保持领先，有望把握本轮技术迭代带来的市场重新洗牌机遇。

图表 33：割草机器人演变路径


资料来源：《2025 全球智能化庭院生活报告》(飞书点跃&BigSpy)，华源证券研究所

九号的无边界割草机器人采用 RTK+视觉技术，在定位精度与成本方面均有优势。九号聚焦无边界割草机器人，采取 RTK+视觉技术方案，具有定位精度高、成本可控等优势，能显著提升割草效率与安全性，在大面积草坪场景下有独特优势。根据德国亚马逊，2025 年 8 月德国亚马逊销售额 Top10 割草机器人中，应用 RTK+视觉路径的无边界割草机器人占据 4 席，评分为 4.2-4.4 分，销量及评分都较为良好。

图表 34：割草机器人技术路径

技术类型	成 本	适用场景	技术原理	优点	缺点
RTK+视 觉	适 中	中大型草坪 (\geq 2000 平方米)	利用卫星定位系统(如 GPS)和地面基站，通过差分修正提高定位精度；辅以单目或双目视觉系统进行姿态修正	高精度定位、支持复杂地形、稳定性强	依赖基站、受信号遮挡影响(如树木/建筑)、需开阔天空视野(GPS 限制)
3D 激光 雷达+视 觉	较 高	中小型草坪 (500-2000 平方米)	利用光学相控阵扫描技术，通过发射激光并接收反射光来测量距离，无需机械旋转部件；辅以单目或双目视觉系统进行姿态修正	结构简单，尺寸小，使用寿命长；扫描精度高，可控性好，扫描速度快	扫描角有限，不能进行 360 度旋转；旁瓣问题导致能量分散；加工难度高，对精度要求极高
纯视觉	较 低	\leq 500 平方米	通过摄像头获取图像序列，利用特征点匹配或直接法估计相机位置构建环境地图	硬件成本低，适合低成本应用；适用于实时场景	尺度不确定，无法直接获取绝对深度；对纹理稀疏或动态场景适应性较差，双目计算量较大，对硬件要求高

资料来源：CSDN (chengwei_peng)，电子工程世界 (XZ 鲜枣课堂)，《2024 割草机器人品类出海研究报告》(大数跨境) 等，华源证券研究所

图表 35：德国亚马逊销售额 Top5 割草机器人

产品型号	Navimow i105E	WORX S250	Mova 600	MOVA 600 Kit	YUKA Mini 500
图例					
销量排名	1	2	3	4	5
产品售价	799 欧元	581 欧元	649 欧元	799 欧元	749 欧元
用户评分 (评分数量)	4.3 (1931)	3.6 (1424)	4.4 (802)	4.4 (600)	4.2 (1417)
是否需要 预埋线	不需要	不需要	不需要	不需要	不需要
导航方式	RTK+视觉	AI 视觉	3D 激光雷达	3D 激光雷达	RTK+视觉
最大修剪面积	600m ²	250m ²	600m ²	600m ²	700m ²
爬行最大坡度	17°	-	24°	24°	27°
自动规划路径	有	有	有	有	有

资料来源：德国亚马逊，华源证券研究所

备注：统计时段为 2025 年 8 月

公司割草机器人具备产品、渠道、品牌等优势，未来有望快速发展。根据公司公告，(1) 产品方面，九号割草机器人相比欧美传统品牌有智能化与性价比优势，一是以自研的 EFLS 技术为核心的 RTK+视觉深度融合方案带来“更稳、更全场景、更高效率”的智能体验，如 Segway Navimow X3 割草效率为行业平均的两倍，二是在同等或更强性能下价格优势明显，如富世华的无边界割草机器人在欧洲的起售价为 2000+欧元起，而九号的相似性能无边界割草机器人价格最低能达到 1000 欧元以下；(2) 渠道方面，公司已进入大部分欧洲线下园林工具门店，在国产品牌中具备一定先发优势；(3) 品牌方面，Segway 品牌在欧美市场有较高的品牌认知度，具备快速渗透渠道、触达终端用户的优势。根据公司公告，2024 年公司智能割草机器人实现营收 8.61 亿元，同比增长 284%，截至 2025 年 3 月底公司已成为全球首个拥有 17 万家庭用户的无边界割草机器人品牌。

4.2. 全地形车：主要面向欧美市场，智能化与混动技术领先

全地形车可在非道路上行驶，集实用、娱乐、运动等多用途功能于一体，市场主要在欧美地区。欧美地区（以北美为核心）因其普遍存在的非铺装地形，如山地、荒漠、草场及冰雪地带，对高通过性车辆存在刚性需求，成为全球全地形车的主要消费市场。据 Statista 统计，北美全地形车占全球销量超 8 成。此外，俄罗斯因地貌复杂（平原、高原、山地交错）且进口依赖度高，成为新兴增长区域。

海外终端用户主要为娱乐玩家，国内全地形车受政策限制无法上牌，目前仍处于萌芽阶段，但随着居民可支配收入提高、消费升级，国内全地形车的市场规模有望提升。根据 Mordor

Intelligence, 全球全地形车市场规模预计在 2025 年达 174.1 亿美元，2030 年将突破 213 亿美元（25–30 年 CAGR 4.12%）。

图表 36：2015–2024 年全球全地形车市场销量及增长率



资料来源：头豹研究所，华源证券研究所

美日品牌主导全地形车市场，国产品牌逐步崛起。美国、日本等国家最早发展，在技术、销售渠道、品牌等方面有显著优势。参考涛涛车业招股说明书，2015 年北极星、北极猫、庞巴迪、约翰迪尔等厂商生产的全地形车约占全球产能的 52%，本田、雅马哈、川崎等厂商生产的全地形车约占全球产能的 29%左右。中国厂商生产的全地形车占全球产能的比重较低，且 90%以上用于出口，目前以春风、涛涛、九号为主。

九号推出全球首款混动全地形车和适用全地形车的灵动智行系统，混动及智能化技术布局深厚。九号推出“Smart Moving”旨在通过智能化手段，提升传统全地形车的性能极限、安全标准和用户体验，具体体现为灵动智行系统（行业首套）、动力与传动系统（混动技术全球首发）、安全与防护系统以及互联与数据化。公司推出全球首款混动全地形车 Super Villain SX20T Hybrid，不仅具备起步扭矩大、低速段加速性能好的特点，还兼顾了燃油车的长续航优势，驾驶体验更优，符合休闲娱乐的刺激场景需求。

相比于市场竞品，九号 (Segway) 全地形车在性价比、智能化方面具有优势。我们以目前北极星、春风、九号的全地形车产品对比，可以发现类似配置的产品，九号 (Segway) 、春风的售价相比传统巨头 Polaris (北极星) 有明显的性价比优势。同时，九号的全地形车具有其一贯的智能化优势，配备全彩液晶仪表盘，支持导航、蓝牙连接与专属手机 APP。根据公司官网，手机 APP 可提供行驶数据监测和远程防盗功能；SOS 自动警报系统可提高产品防盗性；EPS 应用程序设置可提升驾驶安全与舒适性，同时支持胎压监测等。

图表 37：全地形车产品对比

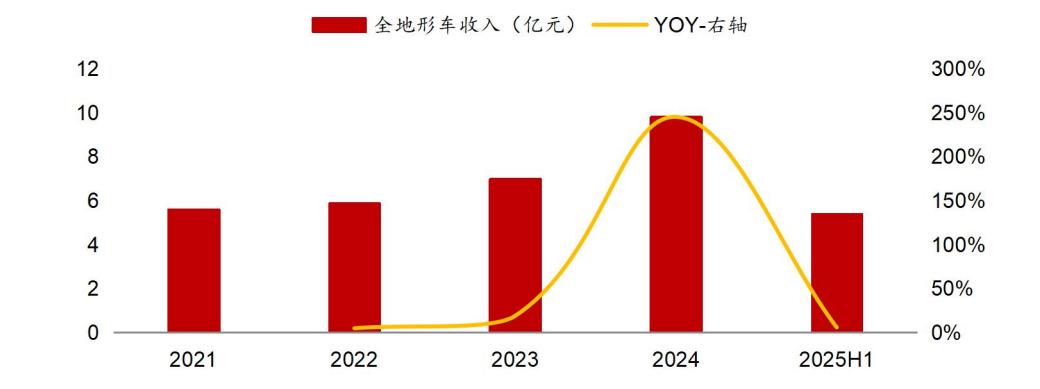
类型	ATV		SSV			UTV			
公司	Segway	CFMOTO	Polaris	Segway	CFMOTO	Polaris	Segway	CFMOTO	Polaris
型号	Snarler AT10	CFORCE 1000 TOURING	SPORTSMAN XP 1000 ULTIMATE TRAIL	Super Villain SX20T Hybrid	ZFORCE 1000 SPORT R	RZR PRO R PREMIUM	Fugleman UT10 Crew	UFORCE 1000 XL	RANGER XP 1000 PREMIUM
图例									
售价	¥104,287	¥75,800	¥193,800	/	¥96,800	¥440,800	¥145,000	¥99,800	¥235,800
发动机	四冲程并列双缸DOHC发动机	V型水冷双缸四冲程发动机	ProStar四冲程SOHC双缸发动机	2.0涡轮增压缸内直喷技术 170KW发动机、70KW电机	V型双缸四冲程水冷发动机	四冲程DOHC直列四缸发动机	并列双缸双顶置凸轮轴(DOHC)发动机	V型双缸水冷四冲程SOHC发动机	四冲程DOHC双缸高功率发动机
排量	999cc	963cc	952cc	/	963cc	1997cc	1000cc	1000cc	999cc
马力	96HP	90HP	90HP	330HP	90HP	225HP	105HP	71HP	82HP
扭矩	98N.m	85N.m	/	570N.m	87N.m	/	95N.m	73N.m	/
爬坡角度	38°	//	/	70%	/	/	30°	/	/
EPS	有	有	有	有	有	有	有	有	有

资料来源：各公司官网，华源证券研究所

注：九号产品价格来自九号挪威官网，价格单位均为人民币/元。

得益于产品性价比、智能化优势以及渠道的稳步拓展，九号全地形车业务有望保持稳步发展。

九号全地形车产品已涵盖 ATV– Snarler、UTV–Fugleman 及 SSV–Villain 三大系列，能满足跑山骑行、娱乐竞技、农场货运、赛事、复杂地形穿越等多场景需求。得益于产品的性价比、智能化领先，以及渠道的稳步拓展 24 年九号全地形车业务收入达到 9.8 亿元，21–24 年 CAGR 达到 20.5%；25H1 九号全地形车收入达 5.4 亿元，同比增长 6.2%，增速放缓主要系受到美国关税的影响。随着新品迭代与渠道继续扩张，九号全地形车有望保持稳步发展。

图表 38：九号全地形车收入与增速（2021–25H1）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.3. E-bike：凭借产品智能化和渠道复用有望贡献新增长

E-bike 适应环保及骑行需求，欧美为主要市场，行业竞争格局分散。在欧美市场，E-bike 市场规模因深厚的骑行文化及通勤场景适配性而快速增长，主要满足休闲运动、短途通勤及货运需求，折叠车型和智能化设计成为主流。根据 QYResearch 统计，2024 年全球电动自行车市场规模为 79.93 亿美元，预计 2031 年达到 92.89 亿美元，2025–2031 年年复合增长率为 2.2%。根据 statista 数据，2024 年欧洲年销量约 668 万台、美国约 164 万台，全球市场

具备增量空间。此外，根据 Mordor Intelligence，2022 年 E-bike 行业 CR5 仅为 29.0%，行业竞争格局较为分散。

图表 39：2015-2030 年欧洲 E-bike 销量及增长率



资料来源：statista，华源证券研究所

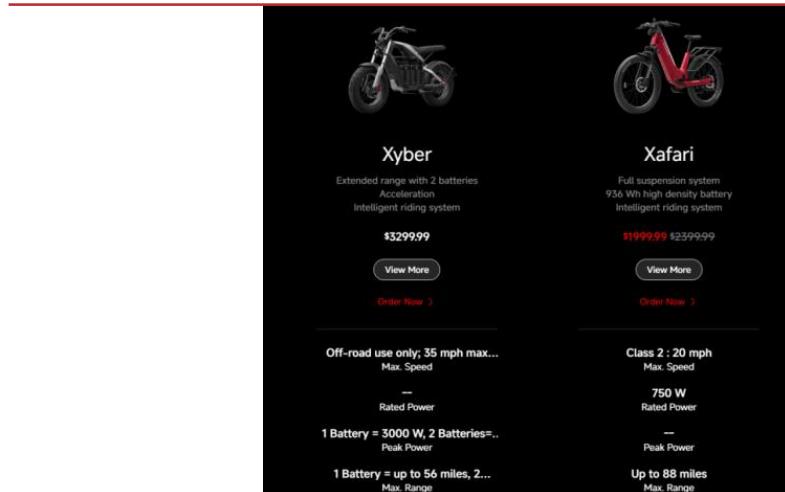
图表 40：2015-2030 年美国 E-bike 销量及增长率



资料来源：statista，华源证券研究所

九号产品智能化领先，凭借品牌、渠道、供应链等资源复用有望贡献新增长。24 年公司首次发布 Segway Xafari 和 Segway Xyber 两款产品，正式进军 E-bike 市场，产品通过自研算法+轮毂电机方案提升骑行体验，延续智能感知与自适应助力等智能化功能。行业早期以高成本中置电机为主，市场竞争激烈导致盈利承压。公司基于机电一体化、智能化及电机传动系统创新，同时复用滑板车供应链资源，有望突破行业盈利瓶颈，提升毛利率水平。渠道方面，公司聚焦欧美线下渠道拓展，优先布局北美市场，一方面系美国市场体量大且需求集中，另一方面可复用 Segway 品牌认知与现有渠道资源。九号有望凭借其供应链和渠道协同优势、产品智能化优势迅速抢占全球份额。

图表 41：2024 年九号发布两款 E-bike 产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

假设：

- (1) 电动平衡车和电动滑板车：产品快速迭代，自主品牌收入占比提升。在新品的带动下，终端需求有望持续回暖，收入有望恢复增长。盈利能力方面，随着产品迭代升级与自主品牌收入占比提升，25年电动平衡车和电动滑板车业务毛利率有望提升。
- (2) 电动两轮车和电踏车：中长期来看，行业有望保持稳步增长。公司两轮车产品在智能化与高端化方面领先优势明显，市场份额有望继续提升，收入有望保持较快增长。盈利能力方面，公司产品价格带预计将逐步丰富，同时随着产、销量增长，规模效应将逐步体现，毛利率有望稳步提升。
- (3) 服务机器人：主要收入来自割草机器人。随着海外渠道不断拓展，服务机器人业务收入有望保持较快增长。盈利能力方面，行业仍处于产品不断迭代，市场规模快速增长阶段，毛利率预计保持在较高水平。

图表 42：九号公司分业务收入预测（亿元）

收入	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	102	142	214	271	318
总收入-YoY	1%	39%	51%	27%	17%
电动平衡车和滑板车收入（亿元）	35	34	43	48	52
电动平衡车和滑板车收入 YoY	-37%	-3%	28%	11%	9%
电动两轮车和电踏车收入（亿元）	42	72	122	149	160
电动两轮车和电踏车收入 YoY	74%	70%	69%	22%	8%
服务机器人收入（亿元）	3	9	19	37	63
服务机器人收入 YoY	125%	255%	107%	100%	70%

资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 43：九号公司毛利率分拆预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	102	142	214	271	318
营业成本（亿元）	76	102	151	186	213
公司毛利率	25.2%	28.2%	29.3%	31.4%	33.1%
电动平衡车和滑板车毛利率	25.4%	33.3%	31.4%	31.5%	31.5%
电动两轮车和电踏车毛利率	19.1%	21.1%	22.8%	24.4%	24.4%
服务机器人毛利率	49.0%	51.1%	54.0%	54.1%	54.2%

资料来源：iFind，华源证券研究所

投资建议：

全球智能短交通及服务类机器人市场空间广阔，九号业务覆盖平衡车、滑板车、两轮车、全地形车、割草机器人等多品类，技术、品牌、渠道等竞争优势明显，管理、激励机制优秀，具备快速拓展多品类的能力。展望未来，公司主业有望稳步增长，新业务具备高盈利和高增长潜力，业绩有望保持长期稳定增长。

选取石头科技、爱玛科技、春风动力作为可比公司，其业务具有相似性或同为智能硬件品牌出海型企业。公司是全球智能短交通及服务机器人龙头，技术壁垒深厚，产品布局丰富，各业务线均有较大成长潜力。预计公司 25-27 年归母净利润同比增速为 84.9%/29.1%/34.6%，对应 25 年 12 月 2 日价格对应 PE 分别为 21/17/12 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 44：九号公司可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益(元人民币)			市盈率(P/E)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688169.SH	石头科技	154.1	6.9	9.4	12.1	22.5	16.3	12.8
603529.SH	爱玛科技	30.7	2.8	3.3	3.8	11.0	9.4	8.1
603129.SH	春风动力	264.5	12.4	15.7	19.1	21.4	16.9	13.9
行业平均						18.3	14.2	11.6

资料来源：iFind，华源证券研究所

注：股价为 2025-12-02 收盘价；盈利预测数据均为 iFind 一致预测。

6. 风险提示

技术研发风险

公司所在的智能短程移动设备及服务消费机器人制造行业属技术密集型行业。由于在新产品开发过程中，公司需要投入大量的人力和资金，若新技术新产品开发失败或是开发完成后不符合市场需求，将导致公司前期投入的成本无法收回，国内新国标细则的持续迭代要求产品快速适配技术标准，若响应滞后可能影响上市节奏，对公司经营造成不利影响。

公司国际化业务风险

公司的国际化扩张尽管一定程度上增加了公司的全球市场占有率，但对国际化管理提出了更高的要求。公司已严格按照当地的法律法规或标准执行了相关的政策及程序，但是不排除未来各地的法律、政策环境或相关标准会产生一定的变化而公司未能及时作出相应调整，导致公司不再符合相应的法规政策或产品标准，从而对公司的整体业绩产生不利影响；或者不排除因国家间贸易摩擦，如欧盟反倾销税、美国关税政策变动等可能导致公司业务受到短期或长期冲击，从而对公司的整体业绩产生不利影响。

汇率波动风险

公司的部分产品销售以美元、欧元、韩元等外币计价，而原材料、零部件、员工薪酬、其他成本费用大多以人民币计价，人民币兑美元、欧元、韩元等外币的汇率将会对公司的经营成果造成影响。随着公司业务规模的持续扩大，若未来上述汇率因国际政治、经济环境等

因素的变化发生剧烈波动，将对公司的业绩带来一定的不确定性，可能导致汇兑损失的产生，从而对公司的经营成果和财务状况造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,473	9,364	12,821	15,326
应收票据及账款	1,096	1,868	2,229	2,696
预付账款	102	213	270	317
其他应收款	106	142	179	211
存货	1,839	2,486	3,206	3,585
其他流动资产	1,784	1,859	2,019	2,150
流动资产总计	12,401	15,932	20,724	24,286
长期股权投资	0	7	14	21
固定资产	1,231	1,328	1,540	1,826
在建工程	351	693	884	956
无形资产	894	941	1,081	1,213
长期待摊费用	8	19	15	15
其他非流动资产	793	893	893	893
非流动资产合计	3,277	3,880	4,426	4,924
资产总计	15,678	19,812	25,151	29,209
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	6,187	8,317	10,734	11,999
其他流动负债	2,941	3,657	4,919	5,482
流动负债合计	9,128	11,974	15,653	17,481
长期借款	17	21	23	22
其他非流动负债	299	299	299	299
非流动负债合计	316	320	322	322
负债合计	9,443	12,294	15,975	17,802
股本	0.05	0.05	0.05	0.05
资本公积	7,572	7,572	7,572	7,572
留存收益	-1,415	-128	1,535	3,773
归属母公司权益	6,156	7,444	9,107	11,345
少数股东权益	78	74	69	62
股东权益合计	6,234	7,518	9,176	11,407
负债和股东权益合计	15,678	19,812	25,151	29,209

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,196	21,397	27,093	31,807
营业成本	10,188	15,119	18,589	21,282
税金及附加	72	132	135	159
销售费用	1,101	1,544	2,222	2,545
管理费用	837	1,147	1,453	1,706
研发费用	826	1,004	1,272	1,493
财务费用	-109	-29	-38	-48
资产减值损失	-27	-41	-135	-159
信用减值损失	-11	-2	-54	-64
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	20	40	13	13
公允价值变动损益	-15	0	0	0
资产处置收益	-2	1	1	1
其他收益	82	82	82	82
营业利润	1,329	2,560	3,368	4,544
营业外收入	63	71	71	71
营业外支出	73	39	39	39
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,319	2,591	3,399	4,576
所得税	234	591	816	1,098
净利润	1,085	2,001	2,583	3,478
少数股东损益	1	-4	-5	-7
归属母公司股东净利润	1,084	2,005	2,589	3,485
EPS(元)	15.11	27.93	36.07	48.56

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	38.87%	50.73%	26.62%	17.40%
营业利润增长率	135.70%	92.60%	31.56%	34.94%
归母净利润增长率	81.29%	84.90%	29.13%	34.62%
经营现金流增长率	44.59%	1.27%	52.71%	-12.33%
盈利能力				
毛利率	28.24%	29.34%	31.39%	33.09%
净利率	7.65%	9.35%	9.54%	10.93%
ROE	17.61%	26.93%	28.42%	30.71%
ROA	6.91%	10.12%	10.29%	11.93%
估值倍数				
P/E	39.45	21.34	16.52	12.27
P/S	0.30	0.20	0.16	0.13
P/B	0.69	0.57	0.47	0.38
股息率	18.72%	16.76%	21.65%	29.14%
EV/EBITDA	-5	-2	-2	-2

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,085	1,881	2,486	3,381
折旧与摊销	238	234	291	340
财务费用	-109	-29	-38	-48
投资损失	-20	-40	-13	-13
营运资金变动	2,749	1,207	2,344	771
其他经营现金流	-590	143	117	116
经营性现金净流量	3,354	3,396	5,186	4,547
投资性现金净流量	-2,462	-821	-843	-843
筹资性现金净流量	-513	-684	-886	-1,199
现金流量净额	393	1,891	3,457	2,505

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。