

九号公司 (689009.SH)

2026年01月05日

反倾销调查下的割草机器人：机遇大于挑战，行业渗透逻辑不变

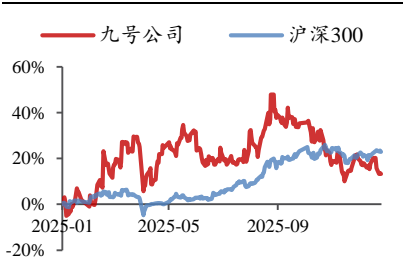
投资评级：买入（维持）

——公司深度报告

日期	2025/12/31
当前股价(元)	55.59
一年最高最低(元)	77.00/47.10
总市值(亿元)	40.04
流通市值(亿元)	30.75
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.55
近3个月换手率(%)	960.49

吕明（分析师）	林文隆（分析师）
lvming@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号：S0790520030002	证书编号：S0790524070004

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2025Q3 营收增速亮眼，费用率阶段性提升不改长期业务成长性——公司信息更新报告》-2025.10.25
- 《2025Q2 业绩超预期，两轮车 APP 利润弹性可期&割草机器人新品已有储备——公司信息更新报告》-2025.8.3
- 《2025Q1 业绩超预期，两轮车女性产品系列即将亮相&继续看好割草机器人增长——公司信息更新报告》-2025.4.29

● **渠道+产品稳定性筑牢竞争优势，反倾销利好格局改善，维持“买入”评级**
 本文主要进一步研判割草机器人行业合理空间以及解读市场担忧。行业空间方面，我们认为随着割草机器人价格下探以及技术成本，若进一步替代部分打草机以及进入商用领域，长期体量或超 400 万台/年。竞争方面，我们从消费者真实反馈以及线下渠道跟踪上看，公司目前产品稳定性和线下渠道布局仍远优于中国同行，优势有望在 2026 年保持；而反倾销调查或利好行业格局改善。考虑公司加大费用投入以保持竞争力，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计归母净利润为 19.24/25.08/33.82 亿元（原值为 20.18/28.04/37.58 亿元），对应 EPS 为 26.70/34.81/46.94 元，当前股价对应 PE 为 20.8/16.0/11.8 倍，维持“买入”评级。

● **行业合理空间新研判：2025 年行业出货或近 200 万台，长期或超 400 万台/年**
 此前基于手推+骑乘割草机按 30%渗透率测算空间，但 2025 年出货量已快接近 200 万台。割草机器人仍可对标打草机/吹草机等品类，转化率由高到低为传统割草机器人/手推和骑乘割草机/打草机/吹草机，因此我们预计割草机器人潜在空间可能会比此前预期高。（1）对标手推+骑乘割草机：年销量 1255 万台，若考虑割草机器人生命周期较传统割草机短以及割草机器人渗透率 30%，则对应割草机器人年销量 430~753 万台。（2）对标手推骑乘割草机+打草机：根据线上和线下渠道情况预计打草机年销量 1331 万台，若假设直接用于割草比例 20%~50%（非辅助边缘割草用），测算后对应割草机器人年销量 450~900 万台。

● **市场担忧解读：渠道+产品稳定性为公司竞争优势，反倾销利好行业格局优化**
市场担忧一：当前行业价格竞争激烈且九号尚未推出激光雷达产品，市场担心公司产品优势可能减弱。但我们认为**稳定性仍是消费者主要关心点，而当前公司产品稳定性要优于同行**：从亚马逊消费者反馈上看，公司产品在导航避障的负面反馈要少于同行（RTK 技术以及激光雷达技术），该行业并非一个技术路径通吃。
市场担忧二：主流品牌商 2025 年进了不少线下渠道，市场担心九号渠道优势走弱。但目前从量化数据上看，**九号线下渠道份额以及动销均要高于同行：单看无边界割草机器人，九号线下份额达到 25%**，渠道优势有助于 2026 年铺新的 SKU。
市场担忧三：2025 年 11 月 19 日欧盟发起对割草机器人反倾销调查，市场担忧公司产品出口竞争力降低并且利润率会受到影响。但我们预计**反倾销调查反而有助于提高行业进入门槛从而改善行业价格竞争**，参考 E-Bike 行业反倾销调查，出厂价或毛利较低以及不合作的企业被征收税率可能更高从而面临出清。公司拥有产能转移能力，产能转移后可通过提价等方式保证毛利率的同时保持价格相对竞争优势（无产能转移能力或被征收高税率企业面临成本压力）。

● **风险提示：**新品销售不及预期；渠道拓展不及预期；行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,222	14,196	21,792	29,860	38,819
YOY(%)	1.0	38.9	53.5	37.0	30.0
归母净利润(百万元)	598	1,084	1,924	2,508	3,382
YOY(%)	32.5	81.3	77.4	30.4	34.8
毛利率(%)	25.2	28.2	30.1	31.3	32.5
净利率(%)	5.9	7.6	8.8	8.4	8.7
ROE(%)	10.8	17.4	23.7	24.3	25.1
EPS(摊薄/元)	8.30	15.05	26.70	34.81	46.94
P/E(倍)	67.0	36.9	20.8	16.0	11.8
P/B(倍)	7.3	6.5	5.0	3.8	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心观点	4
2、 行业近况更新	5
2.1、 行业规模及细分结构：割草机器人渗透率/销量持续提升，RTK 融合视觉技术仍占主流	5
2.2、 行业竞争：2025Q4 以来库犸/九号双雄争霸，科沃斯/追觅/MOVA 紧随其后	6
3、 割草机器人行业合理空间研判	7
3.1、 割草机器人可对标品类：手推+骑乘割草机/打草机（打边机）/吹草机，年销量分别 1255/1331/853 万台	7
3.2、 对标扫地机的市场空间：中期 300 万台，长期 400 万台+	9
3.3、 对标手推+骑乘割草机：若割草机器人生命周期更短，则对应年销量 430~753 万台	10
3.4、 对标手推/骑乘割草机+打草机：对应割草机器人年销量 455-917 万台	11
4、 市场担忧一解读：割草机器人看产品稳定性而非简单对比参数，公司产品稳定性优于同行	11
5、 市场担忧二解读：产品稳定性外线下渠道布局是重点，公司领先优势明显（渠道动销/份额优于同行）	13
6、 市场担忧三解读：欧盟割草机器人反倾销调查或显著提升行业门槛，产能转移等成本增加可通过提价等方式对冲	15
6.1、 从 E-Bike 反倾销调查推演割草机器人：能力不足品牌出清&格局优化，优势企业可通过提价对冲成本增加	15
7、 投资建议与盈利预测	18
8、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 草坪护理场景中割草机器人使用场景与手推/骑乘割草机、打边机、吹草机存在交集	8
图 2： 2020 年手推割草机、骑乘割草机、手持式设备行业规模占 OPE 行业比重分别为 15%/22%/21%	9
图 3： 2024 年美国亚马逊渠道中割草机均价 379 美金，手持式设备均价 94~120 美金	9
图 4： 根据线上线下渠道数据我们预计打草机+吹草机占手持设备比重约 50%	9
图 5： 测算手持式设备中打草机和吹草机年销量分别约 1331/853 万台（单位：万台）	9
图 6： 2021-2023 年割草机器人市场类似于 2011-2014 年扫地机市场，随着无埋线割草机技术成熟、避障等性能提升，长期全球销量有望超 300 万台	10
图 7： 若割草机器人生命周期更短，则对应年销量 400 万台+（单位：万台）	10
图 8： 若考虑替代打草机，预计割草机器人年销量 450 万台+（单位：万台）	11
图 9： 从实际亚马逊用户反馈来看，除硬件限制外九号产品稳定性要优于同行（导航避障等核心负面反馈占比小于其他品牌产品）	12
图 10： 从进驻渠道数量上看，九号/追觅/科沃斯/库犸相当（数据截至 2025 年 6 月）	13
图 11： 无边界割草机器人已逐步成为线下渠道主流，九号线下渠道份额接近 Worx	14
图 12： 以渠道①为例九号 Navimow 动销（以库存减少数量占比为指标）要优于同行	14
图 13： 截至 2025Q1 期末九号在欧洲线下主流渠道进驻门店数量达 3500 家左右（单位：家）	14
图 14： 反倾销税征收后 2019 年中国出口欧盟 E-Bike 数量大幅度下滑，其他地区出口量增加不足以弥补中国出口量下滑	17
表 1： 割草机器人渗透率/销量持续提升，RTK 融合视觉技术仍占主流	6
表 2： 库犸凭借多 SKU 布局份额持续 TOP1，九号自 10 月以来份额显著提升，前五品牌商基本占据大部分市场	7
表 3： 单纯从参数上看，公司产品并非最优，竞对卷价格的同时也卷参数	12
表 4： 从启动调查到执行临时措施/最终裁定分别需要半年/一年左右时间，中国企业有一定转移产能以及提前备货时间	15
表 5： E-Bike 反倾销结果上看，不同企业被征收的税率差别较大，可能会影响各企业相互间的市场竞争力	16

表 6: 公司产品定价较高, 仍有较多中国以及欧洲本土企业产品采取更低定价 (单位: 欧元)	17
表 7: 对于被征收 20%以内税率或者能够将产能转移至海外的企业, 我们预计市场份额可能间接得到提升	18

1、核心观点

本篇主要进一步评估割草机器人合理市场空间以及解答市场对九号割草机器人竞争优势的担忧，包括反倾销调查对行业以及各玩家的影响

(1) 行业整体规模情况（预计 2025 年行业出货 180 万台）：2025M1~M11 美亚+德亚+法亚三大主流亚马逊渠道割草机器人合计销量达 46 万台，根据线上渠道占整体比重 30% 测算预计行业销量约 150 万台，假设渠道库存 2 个月，则预计行业 2025 年出货量达到 180 万台。

(2) 行业渗透率趋势（美国渗透率仍单位数）：2025M11 割草机器人在美亚/德亚/法亚渗透率分别 6%/63%/63%，欧洲割草机器人渗透率持续提升但美国仍单位数，有较大发展潜力。

(3) 行业技术路径发展（仍以 RTK 融合视觉技术为主）：2025Q3/2025M11 亚马逊渠道中 RTK 融合视觉技术路径销量占比分别达 65%/72%，仍占据主流；激光雷达技术路径销量占比分别为 12%/17%，尚处发展前期阶段。

(4) 行业最新竞争格局：2025Q3 库玛/九号 /Dreame/MOVA/Ecovacs 三大亚马逊合计销量份额（占无边界割草机器人比重）分别达 36%/17%/4%/8%/12%，11 月库玛/九号 /Dreame/MOVA/Ecovacs 分别达 36%/29%/10%/5%/10%，九号份额环比 Q3 显著 12pct。前五大品牌商基本占据绝大部分无边界割草机器人市场。

(5) 行业合理空间：此前基于 1000 多万台手推+骑乘割草机按 20~30% 渗透率看 200-300 万台空间，但实际 2025 年出货量可能就能接近 200 万台。此外除传统割草机外，割草机器人仍可对标打草机/吹草机等品类，转化率由高到低为传统割草机器人/割草机/打草机/吹草机，以及 ToB 服务商市场，因此我们预计割草机器人潜在空间可能会比此前预期高。

- **对标扫地机份额提升路径**：中期 300 万台（按 2015 年以来扫地机份额提升情况），长期有机会达到 500 万台（按当前扫地机渗透率测算）。
- **对标传统割草机**：传统手推+骑乘割草机年销量 1200 万台，若不考虑替代打草机以及雇人割草场景，且考虑割草机器人生命周期较传统割草机短以及割草机器人渗透率 30%，传统割草机 5~8 年，割草机器人 4~7 年，则对应割草机器人年销量 430~753 万台。
- **对标传统割草机+打草机**：按照传统割草机出货量测算渗透率仅不足 50%，我们预计仍有部分群体采用打草机进行割草。根据线上和线下渠道情况预计打草机年销 1200 万台，若假设直接用于割草比例 20%~50%（非辅助边缘割草用），割草机生命周期 5~8 年，若考虑替代率 30% 且割草机器人生命周期 5 年，则对应割草机器人年销量 450~900 万台。

市场担忧一：九号激光雷达产品尚未推出，可能被弯道超车。我们预计割草机器人市场难以以单一技术路径吃全部市场，稳定性仍是消费者主要关心问题，而当前九号产品稳定性要优于同行：

(1) 不同技术路径下均有导航避障和边缘割草等精度问题，激光雷达精度是否高还与下游厂商算法优化有关。

(2) 相同 RTK 融合视觉技术路径下精度和避障性能也有差异，例如九号

Navimow 出现导航避障问题的负反馈比例小于库犸和科沃斯。

市场担忧二：主流品牌商 2025 年出货均大幅度增长，加上进了不同线下渠道，市场担心九号优势走弱。但目前从量化数据上看，九号线下渠道进驻数量、现有渠道份额以及动销均要高于同行，我们认为有利于公司 2026 年在现有渠道中推广新的 SKU：

(1) 虽然主流园林工具渠道都有进驻，但是各品牌份额有很大差异（部分品牌可能只是试销）：单看无边界割草机器人，九号份额达到 25%，而库犸/追觅/MOVA 份额仅单位数。

(2) 九号在 OBI 和 BAUHAUS 渠道动销要显著优于同行。

市场担忧三：2025 年 11 月 19 日欧盟发起对割草机器人反倾销调查，市场担忧以公司为代表的中国企业出口竞争力降低并且利润率会受到影响。但我们预计反倾销调查反而有助于提高行业进入门槛从而改善行业价格竞争，长尾低价品牌受冲击更大：

(1) 公司平均出厂价达到 5000 元+，毛利率超 50%，出厂价远高于成本价，我们预计有更大概率争取低税率。此外公司也在积极转移产能，若转移到东南亚生产成本上升 10~20%，即使通过提价等措施我们预计相较于欧洲本土品牌仍有竞争优势。

(2) 本轮反倾销将显著提升行业门槛：参考 E-Bike 行业反倾销调查，出厂价或毛利较低以及不合作的企业被征收税率更高从而降低竞争力，初创企业或者新进入企业（无产能转移经验）被征收税率可能也会更高。

2、行业近况更新

2.1、行业规模及细分结构：割草机器人渗透率/销量持续提升，RTK 融合视觉技术仍占主流

线上亚马逊数据看：2024 年亚马逊合计销量 14 万台，2025M1-M11 合计销量达 46 万台

(1) **销量：**割草机器人销量维持翻倍以上增长趋势；2024 年美亚/德亚/法亚销量分别 2.3/8.9/2.4 万台。2025M1-M11 销量分别 5.0/22.5/6.9 万台，较 2024 年全年均已翻倍以上增长。

(2) **渗透率：**美国渗透率从早期 2%提升至中高单位数，渗透率仍不高。2025M11 德国/法国渗透率已超 60%。

(3) **无边界割草机器人：**快速占领割草机器人市场，成为拉动割草机器人高增的主要动力，2025M11 美亚/德亚/法亚无边界割草机器人渗透率分别达到 68%/94%/89%。

(4) **分技术路径：**2025Q3/2025M11 亚马逊渠道中 RTK 融合视觉技术路径销量占比分别达 65%/72%，仍占据主流；激光雷达技术路径销量占比分别为 12%/17%，尚处发展前期阶段。

表1: 割草机器人渗透率/销量持续提升, RTK 融合视觉技术仍占主流

割草机器人亚马逊渠道销量(万台)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
美亚+德亚+法亚合计	0.93	5.89	4.33	2.40	2.88	15.81	11.10	1.87	2.77
割草机器人行业销量同比 (%)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
美亚	126%	78%	22%	141%	162%	141%	141%	62%	64%
德亚	74%	115%	38%	160%	185%	160%	168%	267%	92%
法亚	76%	278%	182%	222%	372%	222%	124%	353%	262%
割草机器人渗透率 (/割草机, %)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
美亚	2%	4%	3%	6%	5%	6%	7%	5%	6%
德亚	22%	29%	30%	44%	39%	44%	52%	48%	63%
法亚	21%	31%	28%	53%	38%	53%	52%	44%	63%
无边界割草机器人渗透率 (/割草机器人, %)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
美亚	27%	58%	50%	74%	57%	74%	73%	63%	68%
德亚	40%	43%	53%	81%	85%	81%	85%	82%	94%
法亚	61%	48%	58%	71%	71%	71%	83%	77%	89%
不同技术路径渗透率 (/无边界割草机器人, %)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
RTK 多传感器融合	27%	69%	62%	63%	53%	63%	65%	61%	72%
激光雷达	1%	6%	9%	13%	12%	13%	12%	22%	17%
纯视觉	64%	4%	24%	23%	33%	23%	22%	15%	11%
UWB	8%	21%	4%	1%	3%	1%	1%	1%	2%

数据来源: 卖家精灵、开源证券研究所

2.2、行业竞争: 2025Q4 以来库犸/九号双雄争霸, 科沃斯/追觅/MOVA 紧随其后

线上亚马逊数据为例, 库犸凭借多 SKU 布局份额持续位列 TOP1, 九号自 10 月以来份额显著提升:

(1) **整体:** 2025Q3/2025M11 库犸份额均超 30%, 九号份额分别达 17%/29%, 黑五促销带动九号份额显著提升。其次追觅+MOVA 合计份额分别为 12%/15%, 科沃斯份额分别为 12%/10%, 前五大品牌商基本占据无边界割草机器人绝大部分市场。

(2) **美国亚马逊:** 大面积草坪为主, 库犸凭借更高端品线 (大面积以及四驱产品) 占据绝对份额体量。

(3) **德国亚马逊:** 规模最大单一市场, 竞争相对激烈。2025Q2 以来库犸/九号稳定位列前二, 2025M10~M11 九号份额超库犸并且在 11 月份达到 35%。第二梯队为科沃斯、追觅、MOVA, 份额均在 10%左右。传统品牌 Worx 由于产品力落后份额较此前高峰显著下降。

(4) **法国亚马逊:** 类似美国库犸占据绝大部分市场。九号、科沃斯、追觅、MOVA 同为第二梯队份额差距不大。

表2：库犸凭借多SKU布局份额持续TOP1，九号自10月以来份额显著提升，前五品牌商基本占据大部分市场

无边界割草机器人各品牌销量份额（%）-美+德+法亚	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
Mammotion	38%	26%	37%	22%	37%	36%	33%	36%
Navimow	31%	35%	15%	16%	15%	17%	20%	29%
Dreame	6%	9%	5%	8%	5%	4%	10%	10%
MOVA	0%	0%	9%	4%	9%	8%	12%	5%
ECOVACS	23%	6%	11%	21%	11%	12%	8%	10%
YARDCARE					1%	4%	3%	1%
无边界割草机器人销量（万台，美+德+法亚）	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
Mammotion	1.05	0.68	4.98	0.46	4.98	3.36	0.90	1.94
Navimow	0.85	0.80	1.85	0.37	1.85	1.57	0.55	1.55
Dreame	0.17	0.21	0.58	0.18	0.58	0.35	0.27	0.51
MOVA	0.00	0.00	1.21	0.08	1.21	0.80	0.31	0.27
ECOVACS	0.64	0.15	1.31	0.50	1.31	1.15	0.23	0.51
YARDCARE							0.08	0.08
无边界割草机器人销量格局--美亚	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
Mammotion	67%	31%	52%	52%	52%	32%	48%	50%
Navimow	32%	56%	8%	17%	8%	17%	17%	15%
Sunseeker	0%	3%	2%	3%	2%	3%	1%	1%
ANTHBOT	0%	0%	19%	17%	19%	11%	6%	3%
Dreame	1%	3%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
ECOVACS	0%	0%	10%	5%	10%	19%	13%	15%
Eufy	0%	0%	2%	0%	2%	5%	4%	4%
无边界割草机器人销量格局--德亚	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
Mammotion	30%	26%	34%	13%	34%	34%	24%	32%
Navimow	29%	28%	18%	17%	18%	18%	25%	35%
ECOVACS	34%	7%	11%	26%	11%	12%	10%	9%
Dreame	6%	7%	4%	5%	4%	4%	10%	10%
MOVA	0%	0%	0%	2%	7%	9%	7%	10%
WORX	0%	28%	13%	28%	13%	10%	7%	6%
无边界割草机器人销量格局--法亚	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025M10	2025M11
Dreame	12%	20%	10%	20%	10%	4%	16%	10%
MOVA	0%	0%	17%	9%	17%	12%	6%	10%
Navimow	35%	42%	9%	11%	9%	11%	6%	12%
ECOVACS	19%	8%	10%	16%	10%	9%	2%	11%
Mammotion	28%	27%	35%	35%	35%	54%	53%	43%

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

3、割草机器人行业合理空间研判

3.1、割草机器人可对标品类：手推+骑乘割草机/打草机（打边机）/吹草机，年销量分别 1255/1331/853 万台

草坪护理工作一般从3月雪化后开始（冬季主要是吹雪和扫雪工作），割草是草坪护理领域主要场景。夏季和雨季长草旺季割草频率一般一周2次或两周3次，秋

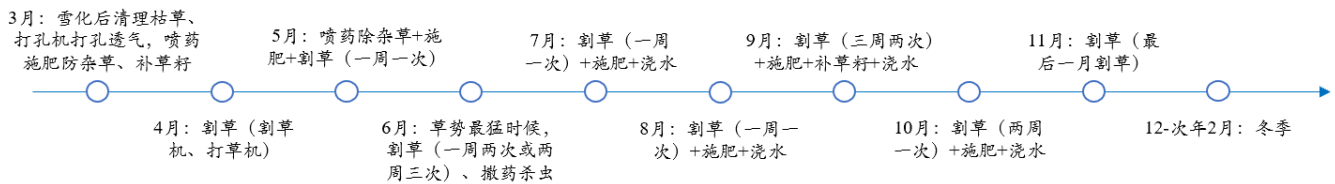
季等淡季割草频率一般一周 1 次或三周 2 次。草坪割草一般配合边缘打草、施肥、喷药、浇水同步进行。从使用场景上看，割草机、打草机、吹草机存在一定交集：

(1) **草坪割草：**主要工具为手推式割草机、骑乘式割草机、零转向割草机以及割草机器人。其中骑乘式割草机、零转向割草机主要应对大草坪，手推式割草机主要应对小草坪。割草机器人可处理小面积草坪也可处理大面积草坪，在使用场景上与手推式割草机和骑乘式割草机类似。

(2) **草坪边缘修剪：**传统手推式割草机、骑乘式割草机以及割草机器人都或多或少存在草坪边缘较难打扫的问题，因此在修剪草坪边缘的时候消费者往往需要另外购买打草机进行边缘修剪。相较于草坪割草机，打草机产品单价较低。除此之外，打草机还用于开荒(高密草/膝盖高草)，部分小面积草坪消费者也用打草机来割草。

(3) **草坪吹草：**用于草坪修剪后将清理落叶、草屑、树枝等杂物。吹草机可分为手持式和背包式，其中背包式吹草机均价 249~699 美金，相较于手持式均价更高。当前有割草机器人厂商推出模块化产品，可实现割草+扫雪+收集落叶功能。

图1：草坪护理场景中割草机器人使用场景与手推/骑乘割草机、打边机、吹草机存在交集



草坪护理内容及设备统计		
工作内容	设备类型	价格
步骤一 草坪修剪	手推式割草机	159-1699 美元
	手推式割草机: 燃油	279-1699 美元
	手推式割草机: 无线电动	299-1299 美元
	骑乘式割草机	2039-4999 美元
	骑乘式割草机: 燃油	2039-4999 美元
	零转向骑乘式割草机	2899-6599 美元
	割草机器人	430-4099 美元
步骤二 草坪边缘修剪	燃油式打边机	179-379 美元
	电气电池式打边机	69-429 美元
步骤三 草坪吹草	手持式燃油式吹草机	149-299 美元
	手持式电式吹草机	59-429 美元
	背包式吹草机	249-699 美元
步骤四 草坪施肥/播种	手持式播种机	6-67 美元
	行走式播种机	45-330 美元
步骤五 草坪浇水/清洁	高压清洗机	139-799 美元
步骤六 草坪打孔	打孔机	59-379 美元
步骤七 草坪除害	喷雾器	13-349 美元

资料来源：Low's、卖家精灵、开源证券研究所

根据史丹利百得公司公告，2020 年骑乘式割草机和手推式割草机规模分别为 55/38 亿美元，合计份额占 OPE 市场的 37%。假设手推式割草机/骑乘式割草机均价分别为 350/3000 美金（依据为亚马逊销售均价），则预计传统手推+骑乘式割草机全球销量 1255 万台。

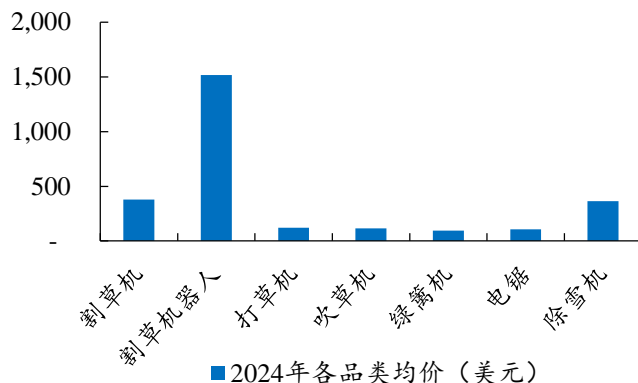
除传统割草机外，根据史丹利百得公司公告，2020 年手持式设备（打草机、吹草机、绿篱机、电锯为主）规模为 52.5 亿美金（占 OPE 市场的 21%），按亚马逊均价 120 美金测算手持式设备年出货约 4375 万台。

图2：2020 年手推割草机、骑乘割草机、手持式设备行业规模占 OPE 行业比重分别为 15%/22%/21%



资料来源：史丹利百得公司公告

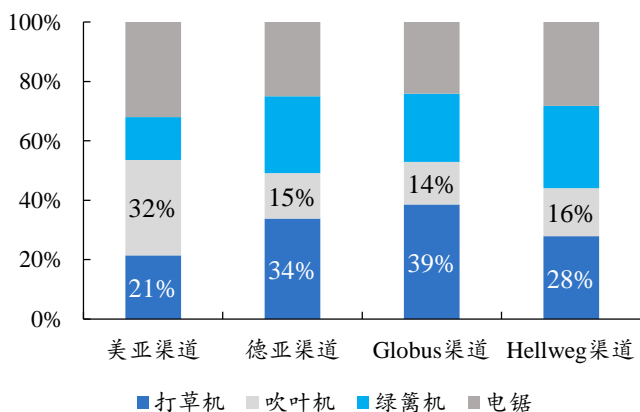
图3：2024 年美国亚马逊渠道中割草机均价 379 美金，手持式设备均价 94~120 美金



数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

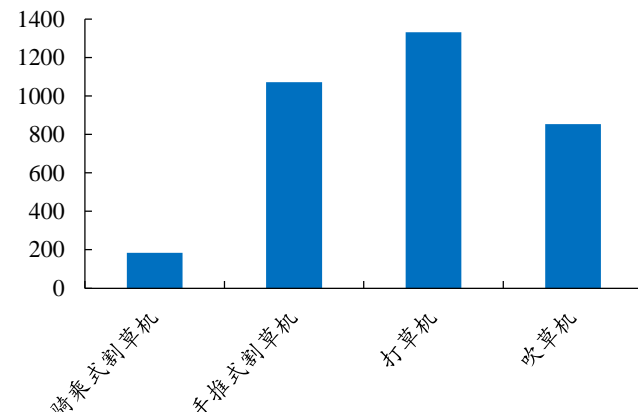
进一步拆分手持式设备，我们测算手持式设备中打草机和吹草机年销量分别约 1331/853 万台。（1）打草机，美亚/德亚/Globus 渠道/Hellweg 渠道占手持设备比重达到 21%/34%/39%/28%，平均占比 30%，根据占比测算打草机年销量约 1331 万台。（2）吹叶机，美亚/德亚/Globus 渠道/Hellweg 渠道占手持设备比重达到 32%/15%/14%/16%，平均占比 19%，根据占比测算打草机年销量约 853 万台。

图4：根据线上线下渠道数据我们预计打草机+吹草机占手持设备比重约 50%



数据来源：各渠道官网、卖家精灵、开源证券研究所（注：美亚和德亚数据为销量，Globus 和 Hellweg 数据为库存）

图5：测算手持式设备中打草机和吹草机年销量分别约 1331/853 万台（单位：万台）



数据来源：史丹利百得公司公告、各渠道官网、卖家精灵、开源证券研究所

3.2、对标扫地机的市场空间：中期 300 万台，长期 400 万台+

（1）2021-2023 年市场类似于 2011~2014 年的扫地机市场。富士华/WORX 占据绝大部分市场份额。（2）2023 年起以中国品牌为代表的无埋线割草机器人产品 SKU 显著增加，导航规划/避障技术等核心能力均有不同程度提升，有产品落地的行业玩家显著增加，类似于 2015 年起的扫地机市场，有望刺激新一轮需求释放。

随着产品性能的逐步优化完善，参考 2015 年以来扫地机渗透率提升路径，我们

预计中期 2-3 年割草机器人行业销量有望超 300 万台。若割草机器人能达到扫地机当前欧美市场份额，预计行业销量有望超 400 万台。

图6：2021-2023 年割草机器人市场类似于 2011-2014 年扫地机市场，随着无埋线割草机技术成熟、避障等性能提升，长期全球销量有望超 300 万台

美国私人花园1亿													
欧洲私人花园0.8亿													
割草机器人生命周期4年													
替代传统割草机：替代人工=1: 1													
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
美国扫地机渗透率	2.59%	2.51%	2.70%	3.11%	4.38%	5.55%	6.88%	8.35%	9.31%	11.01%	12.75%	14.54%	16.75%
YoY		-0.08%	0.19%	0.40%	1.27%	1.18%	1.32%	1.47%	0.96%	1.70%	1.75%	1.78%	2.22%
欧洲扫地机渗透率	0.48%	0.76%	1.02%	1.29%	1.55%	1.83%	2.19%	2.67%	3.28%	4.04%	4.86%	5.44%	5.91%
YoY		0.28%	0.26%	0.27%	0.27%	0.28%	0.35%	0.49%	0.61%	0.76%	0.81%	0.58%	0.47%

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
美国割草机器人渗透率	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	2.4%	3.1%	3.9%	4.5%
割草机器人销量(万台)	1	6	9	16	23	32	44	59	78	99	113
欧洲割草机器人渗透率	4.5%	5.0%	5.2%	6.2%	7.3%	8.6%	10.1%	11.1%	12.8%	14.5%	16.3%
割草机器人销量(万台)	89	99	103	123	147	173	202	222	256	290	326

行业仍以随机碰撞、埋线式产品为主，富士华、WORX占主导

埋线式转向无埋线式、随机导航/随机碰撞转向视觉融合导航避障

待解决痛点/可升级方向
 (1) 边缘割草效果不佳→优化算法或者添加机械臂提高边缘割草效果
 (2) 信号不稳定→融合视觉技术辅助导航、GNSS硬件的完善
 (3) 避障效果差→融合AI视觉技术，长期室外数据积累优化避障效果
 (4) 模块化设计向庭院机器人发展，增加吹雪/吹叶工作模块
 (5) 美国厚草坪和高草工况下割草机器人容易卡困

资料来源：欧睿国际、史丹利百得公司公告、富士华公司公告、开源证券研究所

3.3、对标手推+骑乘割草机：若割草机器人生命周期更短，则对应年销量430~753万台

手推+骑乘割草机渗透率测算：按美国 1 亿块，欧洲 8000 万块私人花园测算，预计欧美割草机渗透率不足 50%（类似吸尘器 100%渗透率），系部分人群选雇人割草或选择用打草机进行割草。

割草机器人空间测算：若不考虑替代打草机以及雇人割草场景，且考虑割草机器人生命周期较传统割草机短以及割草机器人渗透率 30%，传统割草机 5-8 年，割草机器人 4-7 年，则对应割草机器人年销量 430~753 万台。

图7：若割草机器人生命周期更短，则对应年销量 400 万台+（单位：万台）

割草机器人年销量		手推+骑乘割草机生命周期			
		5	6	7	8
割草机器人生命周期	4	471	565	659	753
	5	376	452	527	602
	6	314	376	439	502
	7	269	323	376	430
		手推+骑乘割草机生命周期			
		5	6	7	8
手推+骑乘割草机渗透率		35%	42%	49%	56%

数据来源：史丹利百得公司公告等、开源证券研究所（注：上表数据为割草机器人测算年销量，下表数据为按照生命周期测算得到的手推+骑乘割草机渗透率水平）

3.4、对标手推/骑乘割草机+打草机：对应割草机器人年销量 455-917 万台

手推/骑乘割草机+打草机渗透率测算：打草机年销量 1331 万台，若假设直接用于割草比例 20%~50%（非辅助边缘割草用），割草机生命周期 5~8 年，则手推/骑乘割草机+打草机渗透率 42%~85%，对应雇人割草比例 15%~58%。

割草机器人空间测算：若考虑替代率 30%且割草机器人生命周期 5 年，则对应割草机器人年销量 455~917 万台。

图8：若考虑替代打草机，预计割草机器人年销量 450 万台+（单位：万台）

手推/骑乘割草机+打草机渗透率		打草机直接用于割草比例（非辅助用）			
		20%	30%	40%	50%
割草机生命周期	5	42%	46%	49%	53%
	6	51%	55%	59%	64%
	7	59%	64%	69%	74%
	8	67%	73%	79%	85%
割草机器人年销量（假设渗透率30%，生命周期5年）		打草机直接用于割草比例（非辅助用）			
		20%	30%	40%	50%
割草机生命周期	5	455	495	534	573
	6	546	593	641	688
	7	637	692	748	803
	8	728	791	854	917

数据来源：史丹利百得公司公告等、开源证券研究所

4、市场担忧一解读：割草机器人看产品稳定性而非简单对比参数，公司产品稳定性优于同行

以小面积草坪产品为例，单纯从参数上看公司产品并非最优，竟对卷价格的同时也卷参数。价格方面，MOVA 和库玛 YUKA Mini 系列价格最低，600 平方米产品

定价分别 649/599 欧元，而九号和科沃斯定价相对较高。产品参数方面，MOVA 和库玛 YUKA Mini 系列宣称的爬坡性能和割草面积也要高于公司 i105。技术路径方面，除 MOVA 采用纯激光雷达技术外，科沃斯/库玛/九号均采用 RTK 技术。

表3：单纯从参数上看，公司产品并非最优，竟对卷价格的同时也卷参数

型号	Dreame MOVA 600	YUKA 600 Mini (欧洲)	YUKA 800 Mini (欧洲)	Navimow i105E	Navimow i108E	Ecovacs O800 (欧洲)
最新定价 (€)	649	599	699	799	1299 未促销	899
导航避障方案						
定位	3D 激光雷达	RTK+视觉	RTK+视觉	RTK+视觉	RTK+视觉	视觉+3D TOF 固态激光雷达辅助
避障	3D 激光雷达	AI 视觉模组	AI 视觉模组	AI 视觉模组	AI 视觉模组	AIVI 3D+3D TOF
基础功能						
最大割草面积 (m ²)	600	600	800	500	800	500
爬坡性能	45%	45%	45%	30%	30%	45%
最大切割高度 (mm)	60	60	60	60	60	80
最小切割高度 (mm)	20	20	20	20	20	30
切割高度调整	电动单刀盘	单浮动刀盘	单浮动刀盘	手动	手动	自动单刀盘
切割宽度 (英寸)	7.9	7.2	7.2	7.1	7.1	8.7
防水等级	IPX6	IPX6	IPX6	IP66	IP66	IPX6
充电效率						
电池容量 (Ah)	2.5	2.4	6.1	2.6	5.1	4
充电时间 (h)	90min	90min	230min	90min	180min	180min
充电功率 (w)	30	/	/	60	60	40
割草效率						
单次充电割草时间 (min)	50	55	150	60	120	65
行驶速度 (m/s)	0.35~0.6	/	/	0.4	0.4	0.5
切割效率 (m ² /h)	/	80	230	60~100	60~100	120
刀片转速 (rpm)	2500	/	/	2500	2500	2250

资料来源：各公司官网、亚马逊、开源证券研究所

但从实际消费者反馈来看，当前九号 i 系列产品稳定性要优于同行：

(1) 不同技术路径下均有导航避障和边缘割草等精度问题：激光雷达宣传精度高于 RTK 融合视觉，但实际反馈下来其仍存在边缘割草和导航避障精度问题。因为激光雷达仅提供点云特征，而背后的点云分析和精度依赖于厂商的算法迭代。激光雷达目前优势在于无需布置基站和信号稳定。

(2) 纯视觉技术路径不成熟情况下存在建图问题，例如 ECOVACS O800

(3) 相同 RTK 融合视觉技术路径下精度和避障性能也有差异，例如九号 Navimow 出现导航避障问题的负反馈比例小于库玛和科沃斯。

图9：从实际亚马逊用户反馈来看，除硬件限制外九号产品稳定性要优于同行（导航避障等核心负面反馈占比小于

只是试销。行业结构维度，无边界渗透亚马逊渠道的同时也快速渗透线下渠道，欧洲主流渠道中无边界割草机器人合计占比已达 52%，部分渠道例如①/②/⑤/⑨/⑩等渠道无边界占比均超 50%。品牌竞争维度，传统品牌 Worx/Gardena 在列示主流渠道中合计份额分别达 27%/15%，**新锐品牌中九号 Navimow 份额达到 25%仅次于 Worx 并且远高于其他新锐品牌**，库玛 Mammotion/MOVA/Dreame 份额均为单位数。

图11：无边界割草机器人已逐步成为线下渠道主流，九号线下渠道份额接近 Worx

无边界占各线下渠道份额 (%)	不同品牌无边界割草机器人在各渠道销量份额										
	Worx	Gardena	Sunseeker	LandXcape	Navimow	Ecovacs	Mammotion	MOVA	Dreame	Eufy	
渠道①	58%	27%	18%	未进驻	0%	28%	21%	1%	5%	0%	0%
渠道②	76%	16%	12%	15%	未进驻	16%	13%	16%	8%	3%	未进驻
渠道③	16%	65%	35%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻
渠道④	39%	29%	39%	未进驻	未进驻	未进驻	12%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻
渠道⑤	69%	35%	12%	未进驻	0%	23%	14%	5%	未进驻	7%	未进驻
渠道⑥	11%	100%	0%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻
渠道⑦	34%	68%	4%	未进驻	0%	未进驻	未进驻	未进驻	23%	未进驻	未进驻
渠道⑧	41%	47%	2%	未进驻	未进驻	34%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻
渠道⑨	67%	31%	3%	未进驻	0%	51%	未进驻	1%	未进驻	未进驻	未进驻
渠道⑩	85%	未进驻	10%	未进驻	未进驻	69%	未进驻	21%	未进驻	未进驻	未进驻
渠道十一	100%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	27%	未进驻	未进驻	51%	22%	未进驻
渠道十二	39%	未进驻	29%	未进驻	未进驻	71%	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻	未进驻
合计	52%	27%	15%	3%	0%	25%	12%	6%	7%	3%	0%

数据来源：各渠道商官网、开源证券研究所（注：渠道⑨为意大利官网数据，渠道①~⑥为德国主流园林工具渠道；数据比例由库存数量测算）

渠道动销方面，以渠道①为例九号 Navimow 动销（以库存减少数量占比为指标）要优于同行。以 7 月 9 日到 8 月 25 日库存减少数量占 7 月 9 日库存总数比重作为参考，Navimow/WORX/Ecovacs/Dreame 库存分别减少 62%/6%~58%/18~31%/20%，Navimow 动销>WORX> Ecovacs>MOVA。

图12：以渠道①为例九号 Navimow 动销（以库存减少数量占比为指标）要优于同行

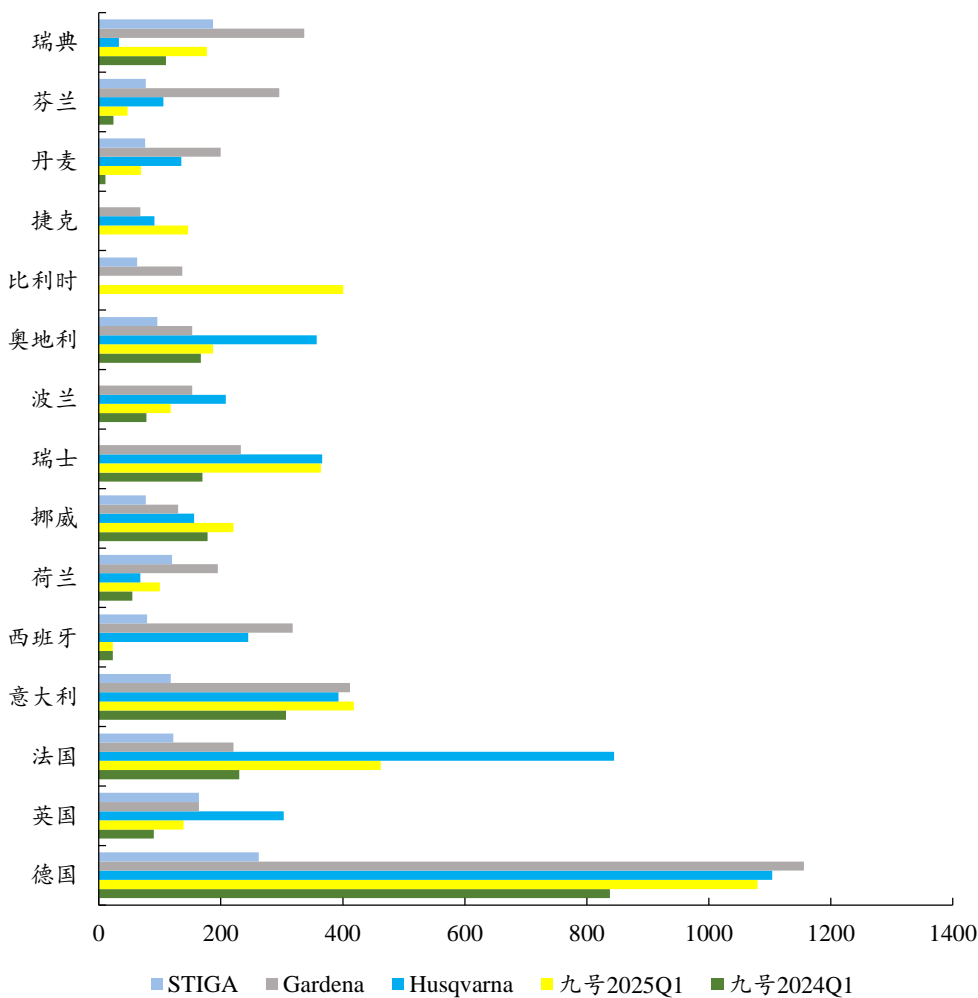
渠道①各品牌SKU动销情况	7月9日库存总量	8月25日库存总量	门店库存总数环比7月变化			库存减少数量比重	库存增加数量比重
			库存减少门店	库存增加门店	库存不变		
Navimow i105	2726	1074	-63%	107%	0%	62%	2%
ECO VACS A1600	271	197	-68%	65%	0%	31%	4%
ECO VACS O800	751	685	-38%	128%	0%	18%	9%
ECO VACS G1	95	89	-9%	#DIV/0!	0%	21%	15%
Dreame MOVA 1000	308	261	-49%	178%	0%	20%	5%
Dreame A1 Pro	4	4	-	-67%	0%	50%	50%
WORX M500	261	268	-4%	64%	0%	7%	10%
WORX M600	760	1002	-48%	125%	0%	16%	45%
WORX M800	106	113	-75%	325%	0%	6%	12%
WORX M500 Plus	474	215	-77%	750%	0%	58%	3%
Gardena minimo 250	691	631	-4%	132%	0%	19%	10%
Gardena minimo 500	180	185	-84%	406%	0%	17%	20%
Gardena Free 600 (无边界)	886	826	-32%	63%	0%	8%	2%
Others LandXcape LX790	1055	1122	-48%	109%	0%	22%	29%
Others Yard Force 250	107	110	-	-	-	-	-
Others LUX A-RMR-300	913	564	-51%	182%	0%	40%	2%

资料来源：渠道商官网、开源证券研究所（注：库存减少门店数据比例为库存减少的门店内库存合计减少的数量占比）

线下渠道进驻数量上看，老牌龙头企业富士华传统渠道+现代渠道数量超 8000 家。截至 2025Q1 期末九号在欧洲线下主流渠道进驻门店数量达 3500 家左右（同期 2200 家左右），已逐步缩小与富士华差距，并且超过部分老牌园林工具品牌例如 STIGA。

图13：截至 2025Q1 期末九号在欧洲线下主流渠道进驻门店数量达 3500 家左右（单

位：家)



数据来源：各品牌商官网、开源证券研究所

6、市场担忧三解读：欧盟割草机器人反倾销调查或显著提升行业门槛，产能转移等成本增加可通过提价等方式对冲

事件背景：2025年11月19日欧盟委员会发公告启动对进口自中国机器人割草机的反倾销调查，该投诉由富士华捷克子公司于2025年10月6日提交，调查期间为2024年10月1日至2025年9月30日。市场担忧反倾销调查后高关税率或者转移产能带来的成本增加削弱中国出口企业产品竞争力并且影响该业务利润率水平。

6.1、从 E-Bike 反倾销调查推演割草机器人：能力不足品牌出清&格局优化，优势企业可通过提价对冲成本增加

调查节奏上看，预计从启动调查到执行临时措施需半年左右时间，到最终裁定需一年左右时间，对于中国企业来说有一定转移产能以及提前备货时间。由于反倾销调查属欧盟委员会贸易调查常见程序，因此割草机器人反倾销调查和 E-Bike 反倾销调查流程基本一致。

表4：从启动调查到执行临时措施/最终裁定分别需要半年/一年左右时间，中国企业有一定转移产能以及提前备货
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

时间

时间线	欧盟 E-Bike 反倾销调查过程	时间线	欧盟割草机器人反倾销调查进展
2017	10月20日 欧盟官方期刊上发布《针对中国进口电动自行车展开反倾销程序的通知》(应欧洲自行车生产商协会申请), <u>调查期为2016年10月1日至2017年9月30日。</u> 12月21日 欧盟发布公告对原产中国的电动自行车进行反补贴立案调查	2025	11月19日 欧盟发布公告对原产中国的割草机器人进行反倾销调查, <u>调查期为2024年10月1日至2025年9月30日</u>
2018	7月18日 欧盟决定对从中国进口的 <u>电动自行车临时征收21.8-83.6%的反倾销关税</u> , 为肯定性初裁。	2026	7月19日 计划执行临时措施
2019	1月18日 欧盟委员会发布公告 <u>称对原产于中国的电动自行车作出反倾销和反补贴终裁。</u> 反倾销税率10.3%~70.1%, 反补贴税率3.9%~17.2%。	2027	1月16日 计划执行最终措施

资料来源: 欧盟委员会、开源证券研究所

从 E-Bike 反倾销结果上看, 不同企业被征收的税率差别较大, 可能会影响各企业相互间的市场竞争力: (1) 纳入抽样调查范围的企业, 被征收税率 18.8%~79.3% 不等, 主要依据为欧盟委员会认定的倾销幅度 (欧盟通过第三国人力成本、生产成本以及材料成本构建自己的正常价值, 将抽样企业类似产品的加权平均正常价值与相应产品类型的加权平均出口价格进行比较从而判定倾销幅度), 因此我们预计不同企业产品可能面临类似的正常价值, 这种情况下厂商的出厂价或者毛利率更高可能得到更低的税率水平。 (2) 未被纳入抽样调查范围的企业, 合作企业被征收税率为抽样企业的加权平均值。 (3) 不合作企业以及其他企业, 被征收税率为抽样企业的最高值。

表5: E-Bike 反倾销结果上看, 不同企业被征收的税率差别较大, 可能会影响各企业相互间的市场竞争力

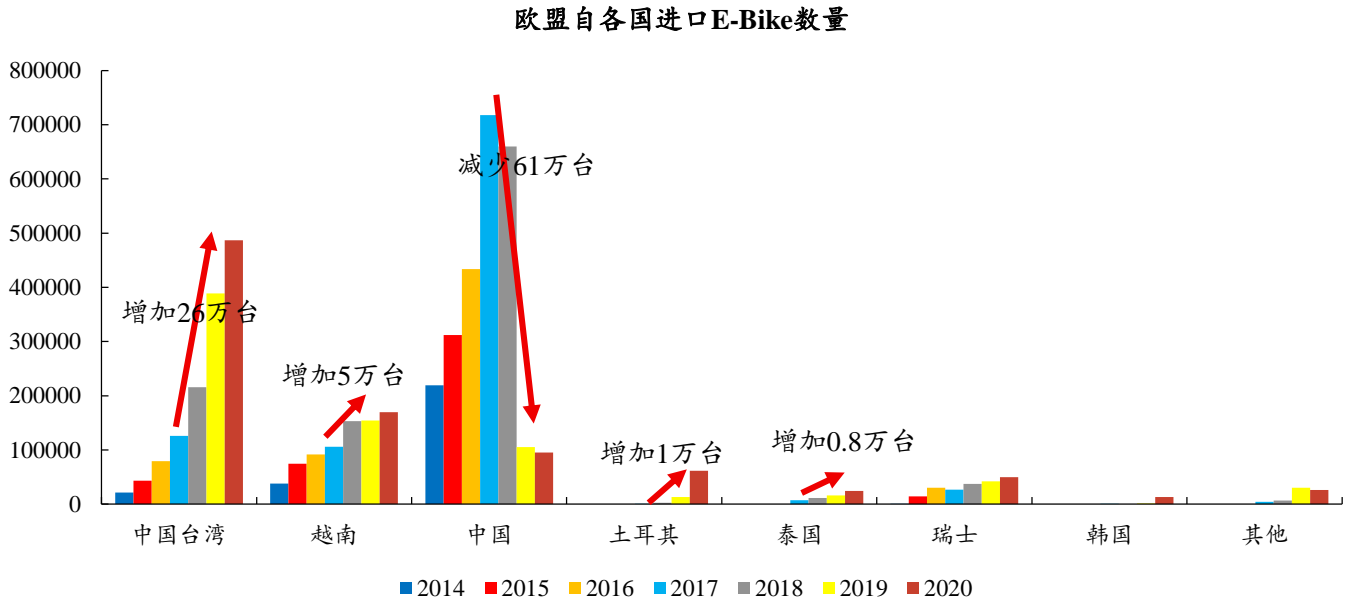
中国出口商/制造商	最终反倾销税率	最终反补贴税率	合计税率
宝岛车业集团有限公司	58.30%	15.10%	73.40%
捷安特	20.70%	3.90%	24.60%
jinhua vision Industry	10.30%	8.50%	18.80%
永康市沪龙电动车	10.30%	8.50%	18.80%
雅迪科技集团	37.40%	10.70%	48.10%
Suzhou Rununion	62.10%	17.20%	79.30%
反倾销调查中其他合作企业 (不包括被征收反补贴的其他企业)	24.20%	9.20%	33.40%
反倾销调查中其他合作企业 (且被征收反补贴的其他企业)	16.20%	17.20%	33.40%
反倾销调查中不合作企业 (且是反补贴调查中的合作企业)	70.10%	9.20%	79.30%
其他企业	62.10%	17.20%	79.30%

资料来源: 欧盟委员会、开源证券研究所 (注: 标蓝表示纳入抽样调查范围的企业)

E-Bike 反倾销后的行业格局变化: 预计出清部分没有海外产能转移能力的企业。
 自 2017 年开启反倾销调查, 2018 年年中征收以来欧盟从中国进口的 E-Bike 数量大

幅度减少，2019年相较于2017年进口量减少61万台。部分中国企业通过转移产能到非中国大陆地区，例如中国台湾、东南亚等，2019年中国台湾/越南/土耳其/泰国出口至欧盟E-Bike数量相较于2017年分别增加26/5/1/0.8万台，仍不足以弥补中国出口量的下滑，因此我们预计此次E-Bike反倾销税后有较多企业出清。

图14: 反倾销税征收后2019年中国出口欧盟E-Bike数量大幅度下滑, 其他地区出口量增加不足以弥补中国出口量下滑



资料来源: CONEBI、开源证券研究所 (注: 表中所示幅度为2019年相较于2017年的变化幅度)

从E-Bike反倾销结果看割草机器人, 我们预计行业格局将同样得到优化:

(1) 公司平均出厂价超5000元, 毛利率超50%, 预计有更有利证据证明非低价倾销从而获取更低税率。从终端类似产品(类似面积等)的定价也能够看出, 公司产品定价较高, 仍有较多中国以及欧洲本土企业产品采取更低定价。

(2) 从欧洲线下渠道上在售品牌数量上看, 仍有大量其他品牌在销售(包括给欧洲企业代工的部分)并且销售价格相对较低。这类出厂价或毛利较低以及未进入调查的企业被征收税率可能会更高从而竞争力下降, 初创企业或者新进入企业(无产能转移经验)被淘汰的概率预计也会更高。

表6: 公司产品定价较高, 仍有较多中国以及欧洲本土企业产品采取更低定价 (单位: 欧元)

品牌	企业所属地区	在售类似产品的最低价	
		OBI 渠道	BAUHAUS 渠道
Mammotion	中国	765	599
Navimow 九号	中国	799	799
Mova	中国	699	649
AL-KO	欧洲企业被大叶股份收购	799	799
Bosch	欧洲	639	769
Worx	中国	499	375
Ecovacs	中国	599	899

Einhell	欧洲	649	349
YardForce	中国	419	575
Gardena (富士华旗下)	欧洲	549	420
Husqvarna (富士华主品牌)	欧洲	825	/
Landxcape	中国	329	399
Honda	欧洲	/	/
Sunseeker	中国	/	599

资料来源：OBI 渠道官网、Bauhaus 渠道官网、开源证券研究所

根据 E-Bike 反倾销税结果测算不同税率下若要稳定毛利率则需要提价的幅度。对于被征收 30%+税率且很难将产能转移到海外的企业，我们预计产品竞争力或者企业生存空间将被较大幅度缩减。**对于被征收 20%以内税率或者能够将产能转移到海外的企业，我们预计可以通过一定幅度的提价来对冲税率或者产能转移带来的成本增加问题，**这类企业的竞争力或者市场份额可能间接得到提升。

表7：对于被征收 20%以内税率或者能够将产能转移至海外的企业，我们预计市场份额可能间接得到提升

需要提价的幅度		企业被征收税率（或成本增加）				
		10%	20%	30%	50%	70%
企业毛利率	30%	6%	12%	18%	30%	42%
	35%	6%	12%	18%	30%	42%
	40%	6%	12%	18%	30%	42%
	45%	6%	12%	18%	30%	42%
	50%	6%	12%	18%	30%	42%
	55%	6%	12%	18%	30%	42%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

7、投资建议与盈利预测

本文主要进一步研判割草机器人行业合理空间以及解读市场担忧。行业空间方面，我们认为随着割草机器人价格下探以及技术成本，若进一步替代部分打草机以及进入商用领域，长期体量或超 400 万台/年。竞争方面，我们从消费者真实反馈以及线下渠道跟踪上看，公司目前产品稳定性和线下渠道布局仍远优于中国同行，优势有望在 2026 年保持；而反倾销调查或利好行业格局改善。考虑公司加大费用投入以保持竞争力，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计归母净利润为 19.24/25.08/33.82 亿元（原值为 20.18/28.04/37.58 亿元），对应 EPS 为 26.70/34.81/46.94 元，当前股价对应 PE 为 20.8/16.0/11.8 倍，维持“买入”评级。

8、风险提示

(1) 新品销售不及预期：2026 年公司割草机器人将有多款新品发售，若新品销售不及预期，则可能对公司业绩产生负面影响且影响公司长期增长预期。

(2) 渠道拓展不及预期：公司当前渠道优势明显，2026 年将继续重点拓展此前尚未布局的线下渠道，若渠道拓展不及预期，则可能对公司竞争优势产生不利影响。

(3) 行业竞争加剧：当前行业入局者增加，若 2026 年行业竞争加剧，则可能对公司割草机器人业务利润率产生影响从而影响业绩预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7706	12401	15951	22514	27788
现金	4974	7473	9811	15833	20050
应收票据及应收账款	995	1096	2827	2432	4030
其他应收款	58	106	154	197	262
预付账款	123	102	358	221	498
存货	1108	1839	1207	2213	1282
其他流动资产	448	1784	1594	1617	1665
非流动资产	3143	3277	3947	4649	5365
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1071	1184	1797	2400	3060
无形资产	847	894	928	968	1026
其他非流动资产	1225	1199	1222	1281	1279
资产总计	10850	15678	19898	27163	33153
流动负债	5147	9128	11502	16126	18483
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3669	6187	9387	13285	15513
其他流动负债	1478	2941	2115	2841	2969
非流动负债	169	316	223	236	258
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	169	316	223	236	258
负债合计	5316	9443	11725	16362	18741
少数股东权益	77	78	93	213	443
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7866	7572	7572	7572	7572
留存收益	-2018	-934	1004	3632	7243
归属母公司股东权益	5457	6156	8080	10587	13969
负债和股东权益	10850	15678	19898	27163	33153

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2319	3354	3013	6902	5165
净利润	596	1085	1939	2628	3612
折旧摊销	197	208	209	272	345
财务费用	-136	-109	-355	-100	-100
投资损失	42	-20	-21	-21	-21
营运资金变动	1577	2749	1213	4074	1288
其他经营现金流	43	-560	29	49	42
投资活动现金流	-454	-2462	-917	-980	-1066
资本支出	827	546	928	920	1078
长期投资	339	-1947	0	0	0
其他投资现金流	33	31	11	-61	12
筹资活动现金流	-147	-513	241	101	117
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-23	0	0	0	0
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	164	-294	0	0	0
其他筹资现金流	-288	-219	241	101	117
现金净增加额	1741	393	2338	6023	4216

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10222	14196	21792	29860	38819
营业成本	7649	10188	15230	20521	26220
营业税金及附加	57	72	153	209	272
营业费用	847	1101	1700	2687	3610
管理费用	676	837	1275	1538	1960
研发费用	616	826	1158	1493	1984
财务费用	-136	-109	-355	-100	-100
资产减值损失	-104	-27	-42	-57	-74
其他收益	45	82	60	80	80
公允价值变动收益	148	-15	-32	-32	-32
投资净收益	-42	20	21	21	21
资产处置收益	4	-2	0	0	0
营业利润	564	1329	2630	3513	4858
营业外收入	102	63	60	60	60
营业外支出	25	73	70	70	70
利润总额	641	1319	2620	3503	4848
所得税	45	234	681	876	1236
净利润	596	1085	1939	2628	3612
少数股东损益	-2	1	15	120	230
归属母公司净利润	598	1084	1924	2508	3382
EBITDA	689	1303	2581	3401	4665
EPS(元)	8.30	15.05	26.70	34.81	46.94

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.0	38.9	53.5	37.0	30.0
营业利润(%)	-0.3	135.7	97.9	33.6	38.3
归属于母公司净利润(%)	32.5	81.3	77.4	30.4	34.8
获利能力					
毛利率(%)	25.2	28.2	30.1	31.3	32.5
净利率(%)	5.9	7.6	8.8	8.4	8.7
ROE(%)	10.8	17.4	23.7	24.3	25.1
ROIC(%)	8.2	14.3	21.5	22.0	22.9
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	60.2	58.9	60.2	56.5
净负债比率(%)	-87.6	-117.6	-119.2	-145.9	-138.6
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	9.5	13.8	11.3	11.5	12.2
应付账款周转率	4.4	4.9	4.4	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	8.30	15.05	26.70	34.81	46.94
每股经营现金流(最新摊薄)	32.20	46.56	41.83	95.81	71.71
每股净资产(最新摊薄)	75.75	85.46	112.17	146.98	193.92
估值比率					
P/E	67.0	36.9	20.8	16.0	11.8
P/B	7.3	6.5	5.0	3.8	2.9
EV/EBITDA	-7.3	-6.5	-4.2	-4.9	-4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn