

九号公司 (689009.SH)

国内两轮车出货量超 1000 万台，双品牌全球化电切油三大战略

强烈推荐 (维持)

消费品/家电
当前股价:

- 新旧国标库存切换完成，双品牌、全球化、电切油三大战略支撑再提速。上次截止 9 月 10 日，累计出货量破 900 万台，距离此次 1 月 24 日出货量破 1000 万台，中间时隔 4 个半月，基本对应新老国标上市切换、渠道库存消化阶段。展望 26 年九号两轮车启动 Ninebot 和 Segway 双品牌、加速拓展海外市场、推动油摩改电摩有望破局再提速。1 月 21 日搭载半固态电池+中置电机的锋鸟超跑电摩实现充电 2 小时、续航 350km、支持 7000w 汽车充电桩直流快充，告别续航焦虑，首发价 1.68 万元，印证产业链配套趋于成熟。我们预计公司 2026 年国内电动两轮车 600+万台目标达成无忧。
- 重视 CES 展新品 E-Bike/电摩方向。2026 年 CES 展 Segway 发布两款 E-Bike 新品 Myon 和 MUXI、电动越野摩托车 Xaber 300，零售价分别为 2000/1700/5300 美元，计划于 26 年 3 月上市，同时单独配件销售搭配 Xiro 下落式立柱（减速停车时自动降低座椅）、倒车后视雷达（增加盲点警报）、中间篮/后视镜/手机支架/挡泥板等，此外 E-Bike 订阅续费 20 美元/年，涵盖蜂窝数据、云存储及第三方服务。电动越野摩托车采用跨骑设计，提供三种动力模式、分别对应 150cc/200cc/300cc 汽油发动机。
- 割草机器人反倾销调查加速行业出清，未岚大陆有望穿越周期迎来收获。CES 展未岚大陆发布五大系列割草机器人，包括面向大面积全地形庭院、主打极致性能的 X4 旗舰系列；搭载三重融合定位技术、专为复杂庭院设计的 H2 系列；针对中小面积、全驱不伤草的 i2 AWD 和兼顾激光雷达导航与轻松上手的 i2 LiDAR；以及面向商业场景的 Terranox 系列。25 年 11 月富世华向欧盟申请，欧盟对国内割草机器人发起反倾销调查，引发行业震动，我们认为九号凭借东南亚供应链落子、欧美线下渠道卡位、全产品线布局、多技术路线覆盖，有望在反倾销调查行业洗牌后扩大份额优势。
- 重申“强烈推荐”投资评级。我们认为市场基于对两轮车新国标切换短期渠道去库存影响，放大对股价的影响，低估了公司在全球化、油切电、双品牌等多维度的实力，我们预计公司 2025-2027 年业绩为 19/27/35 亿元，对应估值 20/15/11 倍，重申“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：市场需求增长不及预期、海外关税变动风险、电动两轮车政策变化风险。

基础数据

总股本 (万股)	7173
已上市流通股 (万股)	5497
总市值 (亿元)	413.9
流通市值 (亿元)	317.2
每股净资产 (MRQ)	6.71
ROE (TTM)	8.23
资产负债率	49.26%
主要股东	Sequoia Capital China GF
主要股东持股比例	9.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	20	83
相对表现	-1	13	76

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《九号公司 (689009) — 营收高增，持续看好公司成长》2025-10-28
- 2、《九号公司 (689009) — 收入多点开花，业绩超预期》2025-08-05
- 3、《九号公司 (689009) — 收入强势增长，盈利大超预期》2025-05-13

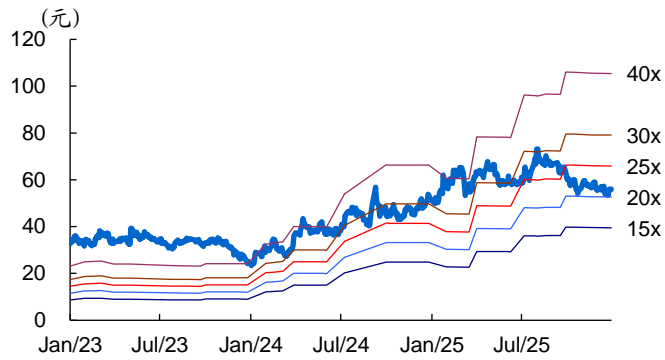
史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn
牛侯航 S1090525060005
niuyuhang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10222	14196	21672	28381	37314
同比增长	1%	39%	53%	31%	31%
营业利润(百万元)	564	1329	2382	3284	4299
同比增长	-0%	136%	79%	38%	31%
归母净利润(百万元)	598	1084	1946	2685	3516
同比增长	33%	81%	79%	38%	31%
每股收益(元)	0.83	1.50	2.70	3.72	4.87
PE	66.1	36.5	20.3	14.7	11.2
PB	7.2	6.4	4.9	4.2	3.6

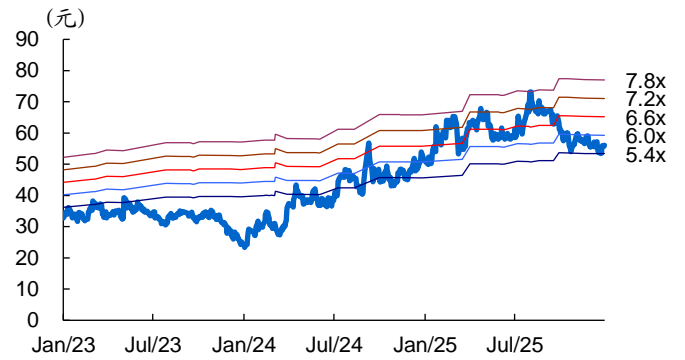
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 九号公司历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 九号公司历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: Segway E-Bike MUXI



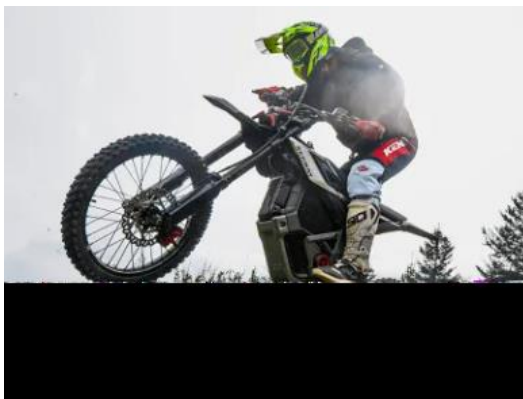
资料来源: CES 展、招商证券

图 4: Segway E-Bike Myon



资料来源: CES 展、招商证券

图 5: Segway Xaber 300



资料来源: CES 展、招商证券

图 6: 未岚大陆五大系列割草机器人新品



资料来源: CES 展、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7706	12401	17583	22269	28664
现金	4974	7473	10763	13754	17842
交易性投资	235	1260	1260	1260	1260
应收票据	12	23	36	47	61
应收款项	983	1073	1638	2145	2821
其它应收款	58	97	148	194	255
存货	1108	1839	2770	3602	4759
其他	336	635	968	1266	1665
非流动资产	3143	3277	3925	4091	4234
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1071	1184	1937	2196	2424
无形资产商誉	983	1032	929	836	752
其他	1090	1062	1060	1059	1058
资产总计	10850	15678	21508	26359	32898
流动负债	5147	9128	13010	16535	21433
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3669	6187	9319	12118	16009
预收账款	482	1330	2002	2604	3440
其他	996	1611	1689	1813	1985
长期负债	169	316	316	316	316
长期借款	0	0	0	0	0
其他	169	316	316	316	316
负债合计	5316	9443	13326	16851	21749
股本	0	0	0	0	0
资本公积金	7666	7324	7324	7324	7324
留存收益	(2210)	(1168)	778	2101	3738
少数股东权益	77	78	80	83	87
归属于母公司所有者权益	5457	6156	8102	9425	11061
负债及权益合计	10850	15678	21508	26359	32898

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2319	3354	3964	4666	6281
净利润	596	1085	1948	2688	3520
折旧摊销	197	208	252	334	357
财务费用	(20)	(16)	(200)	(100)	(100)
投资收益	42	(20)	(87)	(87)	(87)
营运资金变动	1505	2097	2051	1831	2591
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(454)	(2462)	(813)	(413)	(413)
资本支出	(827)	(546)	(900)	(500)	(500)
其他投资	373	(1916)	87	87	87
筹资活动现金流	(147)	(513)	139	(1262)	(1780)
借款变动	(155)	(382)	(61)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	(36)	(342)	0	0	0
股利分配	0	(0)	(0)	(1362)	(1880)
其他	44	211	200	100	100
现金净增加额	1719	378	3290	2991	4088

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10222	14196	21672	28381	37314
营业成本	7472	10188	15344	19954	26360
营业税金及附加	57	72	109	143	188
营业费用	1023	1101	1625	1987	2463
管理费用	676	837	1192	1504	1978
研发费用	616	826	1257	1646	2164
财务费用	(136)	(109)	(200)	(100)	(100)
资产减值损失	(101)	(40)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	148	(15)	(15)	(15)	(15)
其他收益	45	82	82	82	82
投资收益	(42)	20	20	20	20
营业利润	564	1329	2382	3284	4299
营业外收入	102	63	63	63	63
营业外支出	25	73	73	73	73
利润总额	641	1319	2372	3275	4289
所得税	45	234	424	587	769
少数股东损益	(2)	1	2	3	4
归属于母公司净利润	598	1084	1946	2685	3516

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	39%	53%	31%	31%
营业利润	-0%	136%	79%	38%	31%
归母净利润	33%	81%	79%	38%	31%
获利能力					
毛利率	26.9%	28.2%	29.2%	29.7%	29.4%
净利率	5.9%	7.6%	9.0%	9.5%	9.4%
ROE	11.6%	18.7%	27.3%	30.6%	34.3%
ROIC	7.6%	16.8%	24.7%	29.5%	33.3%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	60.2%	62.0%	63.9%	66.1%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转率	5.1	6.9	6.7	6.3	6.3
应收账款周转率	9.4	13.6	15.6	14.7	14.7
应付账款周转率	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.83	1.50	2.70	3.72	4.87
每股经营净现金	3.22	4.65	5.49	6.47	8.71
每股净资产	7.56	8.53	11.23	13.06	15.33
每股股利	0.28	1.13	1.89	2.61	3.41
估值比率					
PE	66.1	36.5	20.3	14.7	11.2
PB	7.2	6.4	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	4.9	2.0	1.1	0.8	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。