

九号公司 (689009.SH)

新国标后电摩增量明显，割草机延续高增

核心观点：

- **事件：**公司发布 2025 年业绩预告，预计 2025 年实现归母净利润 16.7~18.5 亿元，同比+54.0%~+70.6%，扣非归母净利润 16.2~17.9 亿元，同比+52.5%~+68.5%；对应 25Q4 归母净利润-1.17~0.63 亿元，同比亏损，扣非归母净利润-1.79~-0.09 亿元，同比亏损。
- **受到人民币升值、分红预提所得税增加等影响，25Q4 业绩承压。**截至 25H1 公司海外收入占比 38%，25Q4 人民币升值带来汇兑净损失。由于公司境外上市主体架构，25 年预提分红所得税集中在 25Q4 计提。
- **电动两轮车：新国标下电自承压，电摩占比提升。**25Q4 以来电动自行车行业政策标准由过渡标向新国标切换，电自表现阶段性承压，公司电摩产品线更丰富，渠道扩张仍然积极，预计表现好于行业。
- **电动滑板车&平衡车：C 端基本盘仍然稳固。**受到欧洲需求恢复和公司新品周期推动，公司自主品牌滑板车零售表现强劲；TOB 直营受到共享运营商采购周期扰动，25Q3 以来步入淡季，预计后续增速维稳。
- **反倾销背景下割草机有望提升市占率，E-bike 开始放量。**(1) **割草机器人：**欧洲反倾销关税扰动下，阶段性备货需求增加，预计 25Q4 收入增速延续；中期随着海外基地投产和小厂退出，公司存在市占率提升机会。(2) **全地形车：**非美市场持续拓展，25Q2 以来收入增速修复。(3) **E-bike：**与滑板车平衡车品类消费场景、渠道、供应链重叠，价格带互补，2025 年公司美国市场试水反响较好，随渠道导入，后续有望放量。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 25-27 年实现营业收入 216 亿元/284 亿元/353 亿元，同比+52%/+32%/+24%；实现归母净利润 17 亿元/23 亿元/29 亿元，同比+61%/+32%/+25%。参考可比公司，我们给予公司 26 年 20x PE，对应每股合理价值为 63.9 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**海外消费景气度回落；国内电动两轮车竞争加剧；国内政策执行力度严于预期等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10222	14196	21579	28378	35275
增长率 (%)	1.0%	38.9%	52.0%	31.5%	24.3%
EBITDA (百万元)	541	1437	2281	3020	3767
归母净利润 (百万元)	598	1084	1746	2307	2892
增长率 (%)	32.5%	81.3%	61.1%	32.1%	25.4%
EPS (元/股)	8.37	15.32	24.21	31.97	40.09
市盈率 (P/E)	35.44	31.01	22.00	16.65	13.28
ROE (%)	11.0%	17.6%	22.7%	24.0%	24.1%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

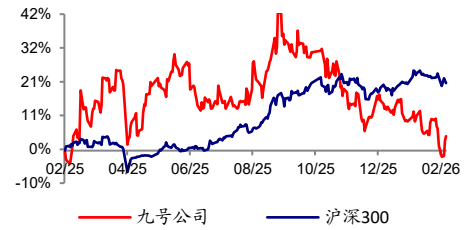
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	53.25 元
合理价值	63.9 元
前次评级	增持
报告日期	2026-02-09

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

张云添



SAC 执证号：S0260526010004



zhangyuntian@gf.com.cn

请注意，张云添并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

九号公司 (689009.SH) :25Q3 延续良好增长趋势	2025-10-26
九号公司 (689009.SH) :收入增长迅猛，盈利持续提升	2025-08-03
九号公司 (689009.SH) :24 年业绩保持高增长，分红比例提升	2025-04-14

一、盈利预测与投资建议

核心假设

收入：（1）电动两轮车：2025年仍处于渠道快速扩张阶段，带动收入快速扩张，2026年以来存量门店改造、店效提升成为增长主力，预计增速相应放缓。（2）自主品牌滑板车：2025年受到库存拐点、欧洲需求恢复和公司新品周期带动，收入增长提速，2026年来随基数走高，预计公司收入恢复稳健增长。（3）全地形车：2025年受到美国关税扰动，公司主要发力市场从美国切换至新兴市场，2026年来随着新兴市场拓展，预计收入增速修复。（4）割草机器人：行业低渗透率，叠加公司新品迭代、渠道拓展，预计2025-2027年维持收入高增态势。（5）TOB产品直营：2025年受到库存拐点、共享运营商采购大年带动，收入增长提速，预计2026年来收入规模基本维稳。

表1: 按品类拆分的收入预测（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
电动两轮车	7,211	11,933	15,972	20,285
YoY	70%	65%	34%	27%
自主品牌滑板车	2,479	3,225	3,708	3,894
YoY	17%	30%	15%	5%
全地形车	976	1,099	1,374	1,648
YoY	40%	13%	25%	20%
割草机器人	861	1,722	3,444	5,166
YoY	284%	100%	100%	50%
TOB 产品直营	1,217	1,758	1,805	1,895
YoY	-24%	44%	3%	5%
配件及其他	1,452	1,804	2,075	2,386
YoY	7%	24%	15%	15%
合计	14,196	21,579	28,378	35,275
YoY	39%	52%	37%	26%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

毛利率：（1）电动两轮车：随销售规模提升，规模效应有序释放，但考虑到行业竞争加剧，综合来看预计毛利率稳中有升。（2）滑板车：行业阶段较为成熟，公司产品迭代、渠道合作相对稳定，预计整体毛利率稳定。（3）全地形车：公司依靠产品升级抢占份额，随着产品价格带提升，预计毛利率稳中有升；（4）割草机器人：行业竞争加剧，仍处于“以价换量”抢占市场阶段，预计毛利率有所回落。

表2: 按品类拆分的毛利率预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
电动两轮车	21.1%	23.7%	23.7%	23.7%
滑板车	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
全地形车	22.1%	25.9%	25.9%	25.9%
割草机器人	20.6%	50.1%	49.1%	48.1%
综合毛利率	28.2%	29.5%	29.9%	30.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

公司持续推进技术创新和产品迭代,商业变现能力强;国内两轮车业务仍具备渠道红利,海外割草机等业务条线存在市占率提升机会。预计公司25-27年实现营业收入216亿元/284亿元/353亿元,分别同+52%/+32%/+24%;实现归母净利润17亿元/23亿元/29亿元,分别同比+61%/+32%/+25%,当前市值对应PE分别为22/17/13倍。公司2023年以来新业务跑通,利润逐步放量。参照可比公司,考虑到公司短途交通主业稳健,割草机贡献新增曲线,我们给予公司2026年20x PE,每股合理价值为63.9元,维持“增持”评级。

表3: 可比公司估值表

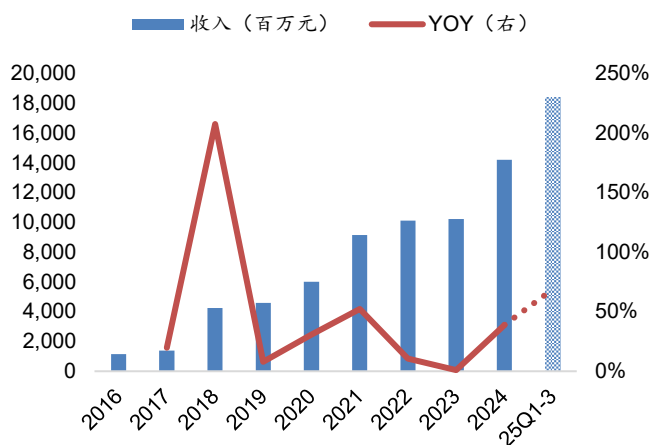
股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)		市盈率 (X)	
			2025E	2026E	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	30.0	2.8	3.3	10.8	9.2
603129.SH	春风动力	245.6	12.4	15.8	19.9	15.6
301345.SZ	涛涛车业	219.0	7.1	9.7	30.7	22.5
	行业平均				20.4	15.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2026-2-6 收盘价; 盈利预测均与外发报告一致;

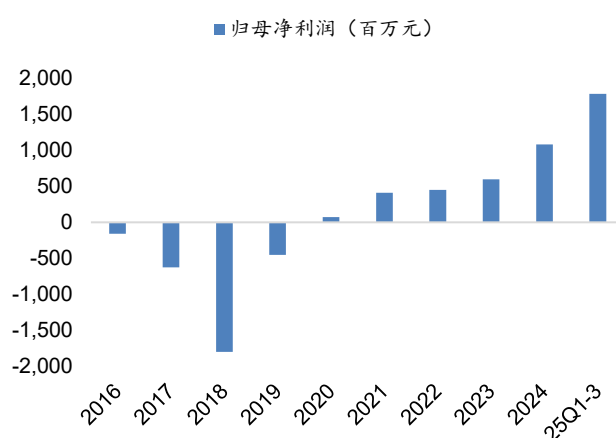
二、公司财务数据

图 1：公司收入规模及增速（单位：百万元）



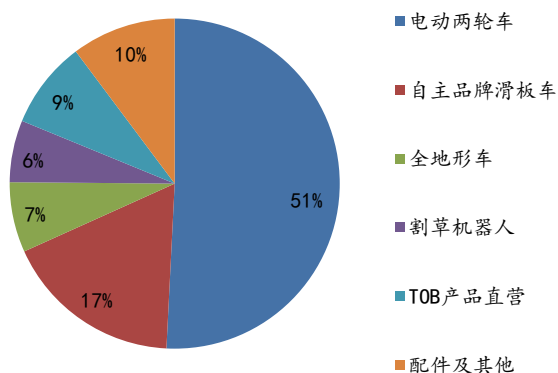
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润规模（单位：百万元）



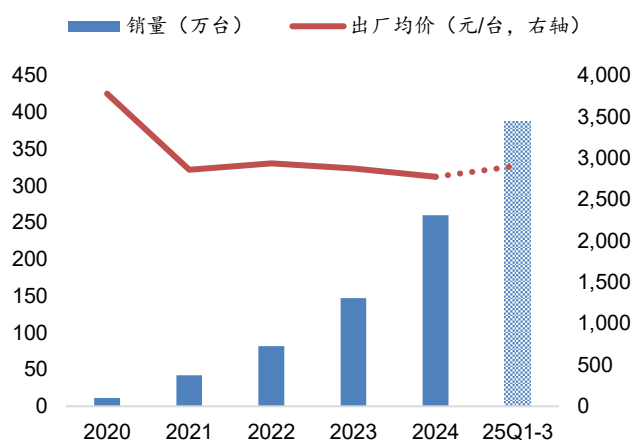
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：2024年公司分品类收入占比（单位：%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：公司电动两轮车量价拆分（单位：万台）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、风险提示

(1) 海外消费景气度回落: 公司的电动滑板车、平衡车、割草机、全地形车等业务条线表现依赖于海外需求和库存周期波动, 海外消费景气度回落, 会对公司经营造成影响。

(2) 国内电动两轮车竞争加剧: 随着公司电动两轮车产品价格带下移, 会面临雅迪、爱玛等大众价格带品牌的竞争。

(3) 国内政策执行力度严于预期: 电动自行车新国标执行力度影响国内换新需求的释放程度和节奏, 进而对公司的业绩产生影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,706	12,401	14,857	33,498	48,968
货币资金	4,974	7,473	7,556	21,267	31,999
应收及预付	1,118	1,198	2,292	4,333	6,084
存货	1,108	1,839	2,830	5,297	7,276
其他流动资产	506	1,891	2,179	2,602	3,609
非流动资产	3,143	3,277	4,114	4,490	4,639
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,071	1,184	1,326	1,381	1,465
在建工程	143	351	442	505	637
无形资产	847	894	1,122	1,425	1,445
其他长期资产	1,083	848	1,225	1,179	1,092
资产总计	10,850	15,678	18,971	37,988	53,607
流动负债	5,147	9,128	10,910	28,022	41,246
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3,669	6,187	7,473	19,749	29,171
其他流动负债	1,478	2,941	3,437	8,273	12,075
非流动负债	169	316	292	284	282
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	169	316	292	284	282
负债合计	5,316	9,443	11,202	28,306	41,528
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7,866	7,572	7,572	7,572	7,572
留存收益	-2,018	-934	614	2,524	4,918
归属母公司股东权益	5,457	6,156	7,689	9,599	11,994
少数股东权益	77	78	80	82	86
负债和股东权益	10,850	15,678	18,971	37,988	53,607

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10222	14196	21579	28378	35275
营业成本	7649	10188	15215	19904	24700
营业税金及附加	57	72	109	143	178
销售费用	847	1101	1705	2327	2893
管理费用	676	837	1316	1731	2152
研发费用	616	826	1230	1618	2011
财务费用	-136	-109	-99	-101	-99
资产信用减值损失	-105	-39	-61	-61	-61
公允价值变动收益	148	-15	0	0	0
投资净收益	-42	20	31	40	50
营业利润	564	1329	2195	2896	3628
营业外收支	77	-10	-10	-10	-10
利润总额	641	1319	2185	2887	3619
所得税	45	234	437	577	724
净利润	596	1085	1748	2309	2895
少数股东损益	-2	1	2	2	3
归属母公司净利润	598	1084	1746	2307	2892
EBITDA	541	1437	2281	3020	3767
EPS (元)	8.37	15.32	24.21	31.97	40.09

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,319	3,354	1,370	14,783	12,252
净利润	596	1,085	1,748	2,309	2,895
折旧摊销	225	238	196	235	248
营运资金变动	1,519	2,013	-425	12,206	9,085
其它	-21	17	-149	34	25
投资活动现金流	-454	-2,462	-1,107	-675	-1,035
资本支出	-809	-545	-645	-645	-486
投资变动	339	-1,947	-288	-64	-590
其他	16	29	-175	33	41
筹资活动现金流	-147	-513	-281	-398	-485
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	73	19	0	0	0
其他	-220	-532	-281	-398	-485
现金净增加额	1,741	393	83	13,710	10,733
期初现金余额	2,704	4,445	4,839	4,922	18,632
期末现金余额	4,445	4,839	4,922	18,632	29,365

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.0%	38.9%	52.0%	31.5%	24.3%
营业利润	-0.3%	135.7%	65.1%	31.9%	25.3%
归母净利润	32.5%	81.3%	61.1%	32.1%	25.4%
获利能力					
毛利率	25.2%	28.2%	29.5%	29.9%	30.0%
净利率	5.8%	7.6%	8.1%	8.1%	8.2%
ROE	11.0%	17.6%	22.7%	24.0%	24.1%
ROIC	5.7%	16.0%	21.3%	22.9%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	60.2%	59.0%	74.5%	77.5%
净负债比率	96.1%	151.5%	144.2%	292.4%	343.8%
流动比率	1.50	1.36	1.36	1.20	1.19
速动比率	1.22	1.09	1.03	0.97	0.98
营运能力					
总资产周转率	1.01	1.07	1.25	1.00	0.77
应收账款周转率	9.53	13.81	13.82	9.63	7.65
存货周转率	5.23	6.91	6.52	4.90	3.93
每股指标 (元)					
每股收益	8.37	15.32	24.21	31.97	40.09
每股经营现金流	32.17	46.77	18.99	204.92	169.83
每股净资产	75.68	85.85	106.58	133.06	166.25
估值比率					
P/E	354.36	310.05	219.98	166.54	132.84
P/B	3.92	5.53	5.00	4.00	3.20
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

张 云 添：联席首席分析师，帝国理工学院硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。