

## 公司研究

## 割草机器人表现亮眼，电摩存在结构性机会

——九号公司-WD (689009.SH) 2025 年报点评

## 要点

**事件：公司发布 2025 年业绩，基本符合预期。** 2025 年公司收入 212.78 亿元，同比+49.9%，归母净利润 17.58 亿元，同比+62.2%，扣非归母净利润 17.37 亿元，同比+63.5%。25Q4 公司收入 28.88 亿元，同比-12.2%，归母净利润-2903 万元，同比亏损，扣非归母净利润-6211 万元，同比亏损。

## 点评：

**受到收入下滑、人民币升值等因素扰动，25Q4 盈利承压。** 25Q4 公司毛利率 27.99%，同比+4.5pct，主要系电动两轮车业务政策节奏差异带来的产品结构变化，24Q4 电动自行车行业正处于 2019 国标车向过渡版国标车切换阶段，行业加大老版产品促销力度；而 25Q4 以来 2024 新国标实行，电自表现阶段性承压，高毛利的电摩产品占比提升，带动整体毛利率修复。25Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.04%/6.14%/13.09%/3.00%，同比+12.1/-1.4/+4.6/+4.3pct，销售费用率上行主要系收入下滑，费用刚性，财务费用率上行主要系汇兑损失。

**电动两轮车：24 新国标实施以来电自承压，电摩结构性机会明显。** 2025 年公司电动两轮车收入 118.59 亿元，同比+64%，其中销量 409 万台，同比+57%，ASP 2899 元/台，同比+4%；24 新国标实施以来电自承压，25Q4 收入 5.83 亿元，同比-53%，其中销量 21 万台，同比-54%，ASP 2762 元/台，同比+3%。展望后续：公司电摩产品线更丰富，渠道扩展和店销提升更积极，仍存在结构性机会。

**电动滑板车&平衡车：C 端提速，B 端采购大年，整体表现亮眼。** 2025 年公司电动滑板车&平衡车收入 43.29 亿元，同比+28%，其中销量 182 万台，同比+16%，ASP 2374 元/台，同比+10%，主要系欧洲需求恢复和公司新品周期，C 端表现亮眼，预计后续有望维持，B 端受到共享运营商采购周期波动，预计后续维稳。

**新品类：反倾销背景下割草机市占率有望提升。** 2025 年欧洲反倾销背景下，公司割草机业务仍实现翻倍增长，短期阶段性备货需求增加，中期随着公司海外产能投产，存在市占率提升机会。电助力自行车为公司 2025 年新发力品类，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，后续有望放量。

**盈利预测、估值与评级：智能短交通先锋，平台化逻辑正在兑现。** 考虑到电动两轮车短期政策压力，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测 15.7%/12.6%至 22.85/30.22 亿元，新增 2028 年预测 35.72 亿元，2026-2028 年同比为 +30.0%/+32.2%/+18.2%，当前对应 PE 为 14X/10X/9X，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。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	14,196	21,278	27,619	33,547	39,512
营业收入增长率	38.87%	49.89%	29.80%	21.46%	17.78%
净利润 (百万元)	1,084	1,758	2,285	3,022	3,572
净利润增长率	81.29%	62.17%	29.99%	32.24%	18.20%
EPS (元)	1.51	2.44	3.16	4.18	4.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.61%	24.55%	26.75%	29.98%	30.18%
P/E	29	18	14	10	9
P/B	5.1	4.4	3.7	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-02；注：1 份九号公司 DR 相当于 0.1 股基础证券

## 增持（维持）

当前价：43.48 元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

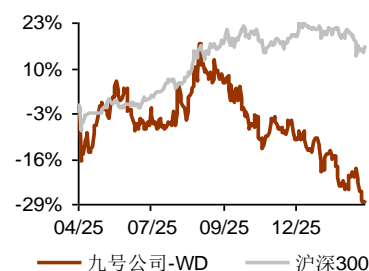
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	0.72
总市值(亿元)	324.69
一年最低/最高(元)	76.46/43.93
近 3 月换手率	107.87%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.66	-18.52	-45.46
绝对	-14.58	-21.78	-30.25

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,196	21,278	27,619	33,547	39,512
营业成本	10,188	14,973	19,096	23,098	27,223
折旧和摊销	188	199	45	83	108
税金及附加	72	132	166	201	237
销售费用	1,101	1,879	2,458	2,986	3,517
管理费用	837	1,190	1,505	1,845	2,173
研发费用	826	1,250	1,602	1,946	2,292
财务费用	-109	-192	-39	-79	-143
投资收益	20	97	0	0	0
营业利润	1,329	2,192	2,857	3,686	4,356
利润总额	1,319	2,161	2,857	3,686	4,356
所得税	234	399	571	663	784
净利润	1,085	1,762	2,285	3,022	3,572
少数股东损益	1	4	0	0	0
归属母公司净利润	1,084	1,758	2,285	3,022	3,572
EPS(元)	1.51	2.44	3.16	4.18	4.95

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,354	4,444	5,502	5,967	5,764
净利润	1,084	1,758	2,285	3,022	3,572
折旧摊销	188	199	45	83	108
净营运资金增加	-1,212	472	-675	-574	155
其他	3,293	2,014	3,846	3,436	1,928
投资活动产生现金流	-2,462	-2,434	-2,271	-197	-158
净资本支出	-545	-1,192	-600	-150	-110
长期投资变化	0	134	0	0	0
其他资产变化	-1,917	-1,376	-1,671	-47	-48
融资活动现金流	-513	-774	-485	-1,623	-1,551
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	182	251	-335	0
无息负债变化	4,118	4,633	4,961	4,647	4,086
净现金流	393	1,318	2,746	4,147	4,056

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	28.2%	29.6%	30.9%	31.1%	31.1%
EBITDA 率	10.5%	10.0%	10.7%	11.0%	10.9%
EBIT 率	9.0%	9.0%	10.5%	10.7%	10.6%
税前净利润率	9.3%	10.2%	10.3%	11.0%	11.0%
归母净利润率	7.6%	8.3%	8.3%	9.0%	9.0%
ROA	6.9%	8.2%	8.1%	8.9%	9.0%
ROE (摊薄)	17.6%	24.6%	26.8%	30.0%	30.2%
经营性 ROIC	36.8%	34.3%	39.2%	55.7%	64.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	60%	66%	69%	70%	70%
流动比率	1.36	1.20	1.11	1.16	1.21
速动比率	1.16	0.97	0.92	0.96	1.01
归母权益/有息债务	101.69	29.54	17.31	63.50	74.58
有形资产/有息债务	240.03	82.99	53.95	204.36	240.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	15,678	21,520	28,116	33,964	39,808
货币资金	7,473	8,301	11,048	15,195	19,251
交易性金融资产	1,260	2,288	2,334	2,381	2,428
应收账款	1,073	1,499	2,236	2,542	2,996
应收票据	23	63	53	73	93
其他应收款 (合计)	97	63	90	146	139
存货	1,839	3,166	3,610	4,474	5,392
其他流动资产	533	834	1,188	1,513	1,817
流动资产合计	12,401	16,348	20,784	26,557	32,393
其他权益工具	69	200	200	200	200
长期股权投资	0	134	134	134	134
固定资产	1,184	2,005	2,303	2,446	2,521
在建工程	351	532	661	548	443
无形资产	894	913	994	1,023	1,052
商誉	138	135	135	135	135
其他非流动资产	174	307	1,906	1,906	1,906
非流动资产合计	3,277	5,171	7,332	7,406	7,415
总负债	9,443	14,259	19,470	23,782	27,868
短期借款	0	0	335	0	0
应付账款	2,428	2,846	4,199	4,991	5,681
应付票据	3,759	5,094	6,167	7,947	9,140
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,474	3,133	5,521	7,184	8,956
流动负债合计	9,128	13,598	18,708	22,898	26,862
长期借款	0	159	159	159	159
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	197	351	478	597	716
非流动负债合计	316	660	763	884	1,006
股东权益	6,234	7,261	8,643	10,180	11,939
股本	0	0	0	0	0
公积金	7,572	6,645	6,643	6,643	6,643
未分配利润	-934	824	2,208	3,745	5,504
归属母公司权益	6,156	7,160	8,542	10,079	11,838
少数股东权益	78	101	101	101	101

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	7.75%	8.83%	8.90%	8.90%	8.90%
管理费用率	5.89%	5.59%	5.45%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.77%	-0.90%	-0.14%	-0.24%	-0.36%
研发费用率	5.82%	5.87%	5.80%	5.80%	5.80%
所得税率	18%	18%	20%	18%	18%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.13	1.25	2.06	2.51	2.97
每股经营现金流	4.68	6.17	7.62	8.26	7.98
每股净资产	8.58	9.94	11.83	13.95	16.39
每股销售收入	19.80	29.54	38.24	46.45	54.71

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	29	18	14	10	9
PB	5.1	4.4	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	19.2	13.9	10.0	7.4	5.9
股息率	2.6%	2.9%	4.7%	5.8%	6.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼