

# 九号公司-WD (689009.SH)

优于大市

## 2025 年收入及利润同比快速增长，多元化业务持续拓展

### 核心观点

**2025 年营业收入及净利润高增长。**九号公司 2025 年营业收入 212.8 亿元，同比增长 49.9%，2025Q4 营业收入 28.9 亿元，同比下降 12.2%，环比下降 56.6%；2025 年归母净利润为 17.6 亿元，同比增长 62.2%，2025Q4 归母净利润-0.3 亿元，同比下降 125.4%，环比下降 105.3%，2025 年收入及归母净利润持续改善，2025Q4 归母净利润为负，主要是电动两轮车行业处于新老国标切换过程，拖累销量。

**2025 年利润率提升。**电动两轮车、全地形车、机器人业务快速放量产生规模效应，2025 年公司综合毛利率 29.6%，同比增长 1.4pct，净利率 8.3%，同比增长 0.6pct。2025Q4 综合毛利率 28.0%，同比增长 4.5pct，环比下降 1.0pct，净利率 0.4%，同比下降 3.1pct，环比下降 7.1pct，2025Q4 净利率同环比下降，四季度电动两轮车新老国标切换拖累盈利，割草机等高毛利业务进入淡季等导致。2025 年综合费用率 19.4%，同比提升 0.7pct，主要是销售费用率提升，2025 年销售费用率 8.8%，同比提升 1.1pct。

**电动两轮车智能化迭代升级，销量有望进一步提升。**根据艾瑞咨询，用户认知中九号是最先想到的智能电动车品牌。公司构建 Q、M、Fz 三大产品系列，Q 系列聚焦女性群体，包含个性化设计、DIY 装扮、SOS 呼叫等功能；M 系列以头号旗舰为定位，面向年轻及高端消费群体；Fz 主打智驾标配等概念。截止 2026 年 1 月，公司电动两轮车产品在国内市场累计出货量已超过 1000 万台，随着公司进一步完善细分领域、细分价格带布局，销量有望提升。

**割草机、全地形车、E-Bike 等领域有望打开成长空间。**公司对割草机进行产品升级与拓展产品矩阵，2026 年 CES 展会推出四大新品系列，完整覆盖家用及商用全场景智能割草需求，其中 i2 入门系列配备固态激光雷达，实现家庭场景厘米级地图构建和精准导航，H2 采用激光雷达+视觉+网络 RTK 融合定位技术，X4 系列具备复杂系统中稳定行驶能力，Terranox 商用系列提供商用智能割草综合解决方案。全地形车领域，公司发布新品 SX20T、AT10、UT6 等，SX20T 为旗舰级 SSV 系列，配备行业首创 2.0T 发动机；此外公司在 CES 展上还发布了 Myon、Muxi 两款全新 E-bike，割草机、全地形车、E-bike 等有望成为新增长点。

**盈利预测与估值：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**考虑电动两轮车行业新老国标切换拖累销量，公司多项业务处于研发投入期，略下调盈利预测，预期 26/27/28 年归母净利润 24.08/31.21/37.28 亿元（原 27.72/35.55/40.99 亿元），每股收益分别为 3.33/4.32/5.16 元（原 3.87/4.96/5.72 元），对应 PE 为 13/10/9 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新品发布及销售不及预期，库存水平过高，原材料价格波动，政策监管变化。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,196	21,278	27,236	33,772	41,540
(+/-%)	38.9%	49.9%	28.0%	24.0%	23.0%
净利润(百万元)	1084	1758	2408	3121	3728
(+/-%)	81.3%	62.2%	37.0%	29.6%	19.4%
每股收益(元)	1.53	2.48	3.33	4.32	5.16
EBIT Margin	8.3%	8.7%	9.5%	10.0%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	24.6%	29.8%	33.6%	34.9%
市盈率 (PE)	29.2	18.0	13.4	10.4	8.7
EV/EBITDA	30.2	22.4	17.6	14.7	13.5
市净率 (PB)	5.15	4.43	4.00	3.49	3.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 汽车·摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：唐英韬

021-61761044

tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	43.86 元
总市值/流通市值	3170/2437 百万元
52 周最高价/最低价	77.00/43.19 元
近 3 个月日均成交额	520.49 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

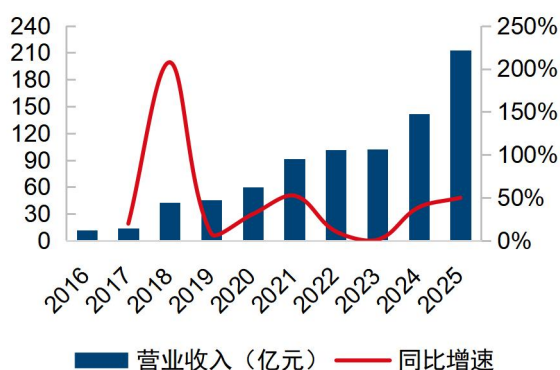
#### 相关研究报告

- 《九号公司-WD (689009.SH) - 2025 年第三季度利润同比较快速增长，电动两轮车、割草机等持续放量》——2025-11-04
- 《九号公司-WD (689009.SH) - 2025 年上半年利润高速增长，电动两轮车、割草机等业务打开成长空间》——2025-08-07
- 《九号公司-WD (689009.SH) - 智能短交通及服务类机器人领军企业，多元新业务持续增长》——2025-07-03
- 《九号公司-WD (689009.SH) - 2024 年利润高速增长，电动两轮车、割草机等业务有望快速放量》——2025-04-17

**营业收入及净利润高成长。**随着电动两轮车、割草机器人等新品推出并持续放量，营业收入快速增长，2025 年公司营业收入 212.8 亿元，同比增长 49.9%，2025Q4 营业收入 28.9 亿元，同比下降 12.2%，环比下降 56.6%；2020 年公司扭亏为盈，当年实现盈利，至 2025 年归母净利润为 17.6 亿元，同比增长 62.2%，2025Q4 归母净利润-0.3 亿元，同比下降 125.4%，环比下降 105.3%，2025 年收入及归母净利润持续改善，2025Q4 归母净利润为负，主要是电动两轮车行业处于新老国标切换过程，拖累销量。

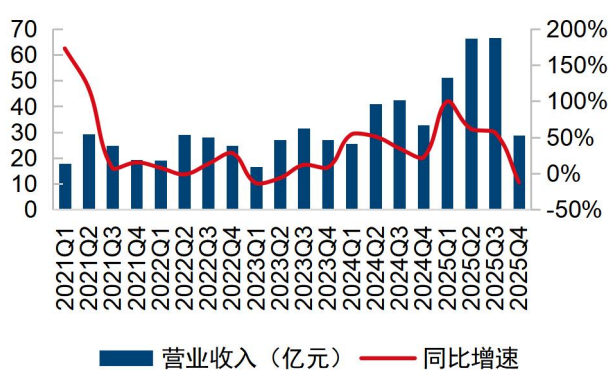
分业务看，2025 年电动两轮车销量 409.03 万台，收入 118.59 亿元；自主品牌零售滑板车销量 146.26 万台，收入 31.69 亿元；全地形车销量 2.67 万台，收入 11.38 亿元；ToB 产品直营收入 18.43 亿元；配件及其他收入合计 32.69 亿元。

图1：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度营业收入及同比增速



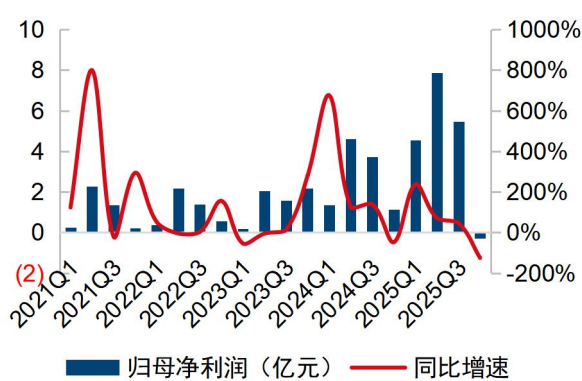
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

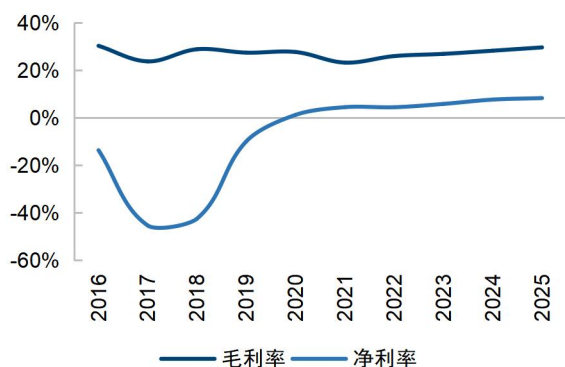
图4：公司季度净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

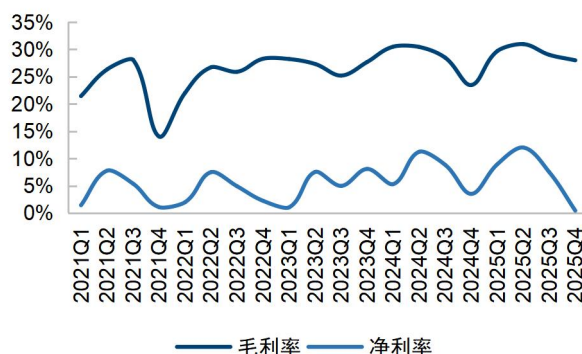
**2025 年利润率提升。**随着销量及收入提升，产生规模效应，促进利润率改善，2020 年公司净利率由负转正，净利率提升至 1.22%，并在后续几年持续提升。2025 年公司综合毛利率 29.6%，同比增长 1.4pct，净利率 8.3%，同比增长 0.6pct。2025Q4 公司综合毛利率 28.0%，同比增长 4.5pct，环比下降 1.0pct，净利率 0.4%，同比下降 3.1pct，环比下降 7.1pct，2025Q4 净利率同环比下降，由于四季度电动两轮车新老国标切换，拖累盈利能力，此外割草机等高毛利业务也进入淡季，产品结构变化导致。

图5: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

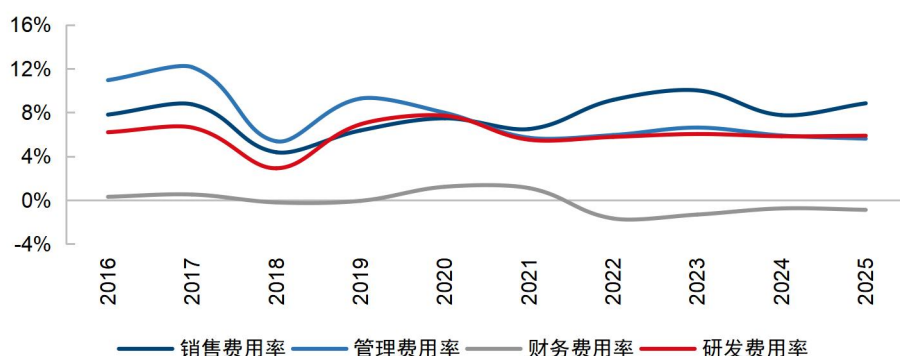
图6: 公司季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**2025 年综合费用率同比小幅提升。**2025 年销售费用率 8.8%，同比提升 1.1pct，管理费用率 5.6%，同比下降 0.3pct，研发费用率 5.9%，同比提升 0.1pct，财务费用率-0.9%，同比下降 0.1pct，公司综合费用率 19.4%，同比提升 0.7pct，主要是销售费用率有一定提升。

图7: 公司各项费用率

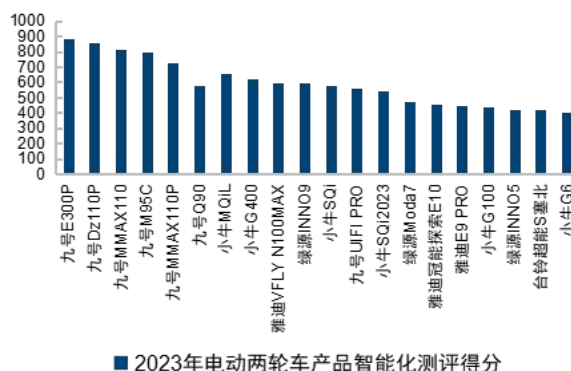
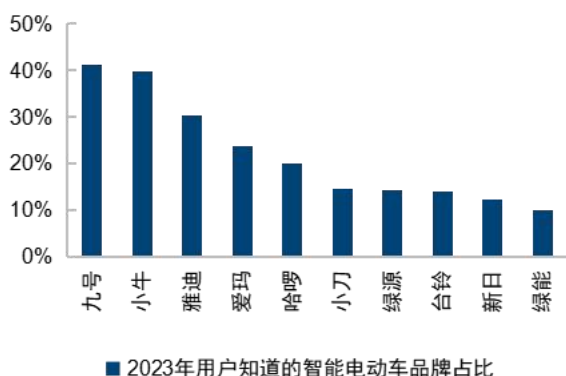


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**九号在消费者心中树立智能化、高端的品牌形象。**凭借九号公司专利、技术等方面的储备及产品布局，公司多款车型在智能化测评中居于前列，例如 E300P、Dz110P、MMAX110 等，领先于行业中其他电动两轮车品牌；根据艾瑞咨询，消费者对九号的智能化特点也有更强的认知度，用户认知中九号、小牛是最先想到的智能电动车品牌，九号的认知比例达 41.2%，居于电动两轮车行业各品牌首位。

图8: 2023 年用户知道的智能电动两轮车品牌

图9: 2023 年电动两轮车产品智能化测评得分排名



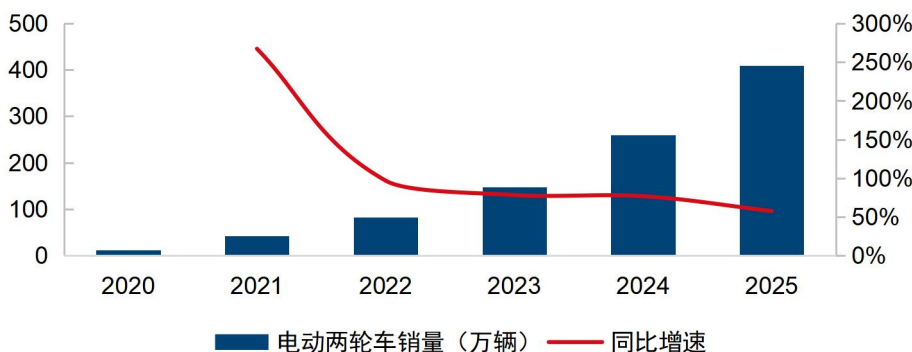
资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

**电动两轮车销量有望持续提升。**九号公司 2019 年首次发布电动摩托车 E 系列、电动自行车 C 系列及 B 系列，进入电动两轮车行业，公司电动两轮车销量实现快速提升，2020 年时电动两轮车销售 11.4 万辆，至 2024 年销量提升至 259.9 万辆，年销量复合增速达到 118.4%，2024 年销量同比增长 76.6%，2025 年公司电动两轮车销量 409.0 万辆，同比增长 57.4%。

公司在电动两轮车领域构建 Q、M、Fz 三大产品系列，Q 系列聚焦女性群体，包含个性化设计、DIY 装扮、SOS 呼叫等功能；M 系列以头号旗舰为定位，面向年轻及高端消费群体；Fz 主打智驾标配等概念。截止 2026 年 1 月，公司电动两轮车产品在国内市场的累计出货量已超过 1000 万台，公司在高端市场品牌、智能化认可度较高，随着进一步完善细分领域、细分价格带布局，销量有望提升。

图10: 九号公司电动两轮车销量及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**九号割草机产品矩阵不断丰富，对原有产品进行技术升级。**2021 年 9 月公司正式发布赛格威割草机器人 Navimow，2022 年实现批量交付，并在 2022 年进驻经销商 300 多家，2023 年公司推出新一代无边界割草机 Navimow i 系列新品，2024 年公司再次对产品进行升级，发布 Navimow X3 系列新品。

图11: 九号公司智能割草机器人的产品迭代过程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2026年CES展会上推出四大新品系列，完整覆盖家用及商用全场景智能割草需求。其中i2入门系列配备固态激光雷达，实现家庭场景厘米级地图构建和精准导航；H2采用激光雷达+视觉+网络RTK融合定位技术，确保整体运行稳定；X4系列具备复杂系统中稳定行驶能力；Terranox商用系列提供商用智能割草综合解决方案，适配运动场、高尔夫球场等多元化商用场景，有效提升规模化草坪管理效率。

图12: 九号公司在2026年CES展会上推出多种割草机新品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续完善全地形车领域产品布局。公司全地形车涵盖ATV-Snarler、UTV-Fugleman及SSV-Villain三大系列，满足多种应用场景。公司发布新品SX20T、AT10、UT6等，SX20T为旗舰级SSV系列，配备行业首创的2.0T发动机；AT10配备999cc双缸发动机，马力高达97hp，动力输出强劲；UT6结合实用性、舒适性及娱乐性，能够胜任日常农业作业，并推出配备雨刮器的全包围座舱，性能表现突出。公司在ATV、UTV及SSV领域拥有更加完善的产品矩阵，强化产品在复杂地形的通过能力，全地形车业务将成为新增长点。

图13: 九号推出的部分全地形车新品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司在 E-bike 领域推出两款新品。**公司在 CES 展上还发布 Myon、Muxi 两款全新 E-bike，Myon 定位通勤休闲旗舰车型，搭载智驾系统与自适应电子变速技术，支持自动变速升级，是 2000 美元价位段首款配备该系统的车型；Muxi 定位多功能生活型，集成牵引力控制与再生制动系统，具备高拓展性，支持多种载人载物配件的灵活更换，新品推出持续补齐产品线。

**盈利预测及投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。**

考虑电动两轮车行业新老国标切换过程中可能拖累销量，公司多项业务处于研发投入过程中，我们略下调盈利预测，预期 26/27/28 年归母净利润为 24.08/31.21/37.28 亿元（原 27.72/35.55/40.99 亿元），每股收益分别为 3.33/4.32/5.16 元（原 3.87/4.96/5.72 元），对应 PE 分别为 13/10/9 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表 (20260410)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
603529.SH	爱玛科技	优于大市	29.2	253.5	2.71	3.35	4.02	11	9	7
603129.SH	春风动力	优于大市	252.0	386.8	12.12	15.64	18.75	21	16	13
	平均				7.42	9.50	11.39	16	12	10
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	44.8	323.5	2.48	3.33	4.32	18	13	10

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**风险提示：**政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新品发布及销售不及预期，库存水平过高，原材料价格波动，政策监管变化。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7473	8301	11967	15062	18689	营业收入	14196	21278	27236	33772	41540
应收款项	1193	1625	2080	2579	3172	营业成本	10188	14973	19166	23607	29036
存货净额	1839	3166	4044	4983	6131	营业税金及附加	72	132	170	210	259
其他流动资产	635	968	1238	1536	1889	销售费用	1101	1879	2315	2871	3531
<b>流动资产合计</b>	<b>12401</b>	<b>16348</b>	<b>20588</b>	<b>25762</b>	<b>31598</b>	管理费用	837	1190	1467	1807	2169
固定资产	1535	2536	3160	3439	4167	研发费用	826	1250	1525	1891	2492
无形资产及其他	894	913	862	812	761	财务费用	(109)	(192)	(191)	(258)	(325)
投资性房地产	848	1588	1588	1588	1588	投资收益	20	97	97	97	97
长期股权投资	0	134	134	134	134	资产减值及公允价值变动	13	57	57	57	57
<b>资产总计</b>	<b>15678</b>	<b>21520</b>	<b>26333</b>	<b>31734</b>	<b>38247</b>	其他收入	(812)	(1258)	(1525)	(1891)	(2492)
短期借款及交易性金融负债	61	84	70	80	100	营业利润	1329	2192	2938	3800	4532
应付款项	6187	7940	10142	12496	15377	营业外净收支	(10)	(30)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	2880	5575	7083	8735	10736	<b>利润总额</b>	<b>1319</b>	<b>2161</b>	<b>2908</b>	<b>3769</b>	<b>4502</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9128</b>	<b>13598</b>	<b>17294</b>	<b>21311</b>	<b>26213</b>	所得税费用	234	399	494	641	765
长期借款及应付债券	0	159	159	159	159	少数股东损益	1	4	6	7	9
其他长期负债	316	502	688	873	1059	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1084</b>	<b>1758</b>	<b>2408</b>	<b>3121</b>	<b>3728</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>316</b>	<b>660</b>	<b>846</b>	<b>1032</b>	<b>1218</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9443</b>	<b>14259</b>	<b>18141</b>	<b>22343</b>	<b>27431</b>	净利润	1084	1758	2408	3121	3728
少数股东权益	78	101	106	114	122	资产减值准备	(77)	(10)	5	4	5
股东权益	6156	7160	8086	9277	10694	折旧摊销	188	199	279	326	376
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15678</b>	<b>21520</b>	<b>26333</b>	<b>31734</b>	<b>38247</b>	公允价值变动损失	(13)	(57)	(57)	(57)	(57)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(109)	(192)	(191)	(258)	(325)
每股收益	1.53	2.48	3.33	4.32	5.16	营运资本变动	3112	1793	2297	2461	2977
每股红利	0.28	1.56	2.09	2.71	3.24	其它	78	12	0	4	4
每股净资产	8.70	10.11	11.19	12.84	14.80	<b>经营活动现金流</b>	<b>4372</b>	<b>3694</b>	<b>4932</b>	<b>5858</b>	<b>7032</b>
ROIC	21%	34%	55%	123%	903%	资本开支	(390)	(1195)	(800)	(500)	(1000)
ROE	18%	25%	30%	34%	35%	其它投资现金流	(1032)	(1028)	1030	(344)	(114)
毛利率	28%	30%	30%	30%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1422)</b>	<b>(2358)</b>	<b>230</b>	<b>(844)</b>	<b>(1114)</b>
EBIT Margin	8%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	15	180	30	30	30
EBITDA Margin	10%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	0	159	0	0	0
收入增长	39%	50%	28%	24%	23%	支付股利、利息	(200)	(1104)	(1512)	(1960)	(2341)
净利润增长率	81%	62%	37%	30%	19%	其它融资现金流	(66)	1203	(14)	10	20
资产负债率	61%	67%	69%	71%	72%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(451)</b>	<b>(508)</b>	<b>(1496)</b>	<b>(1920)</b>	<b>(2291)</b>
股息率	0.6%	3.5%	4.8%	6.2%	7.4%	<b>现金净变动</b>	<b>2499</b>	<b>828</b>	<b>3666</b>	<b>3095</b>	<b>3627</b>
P/E	29	18	13	10	9	货币资金的期初余额	4974	7473	8301	11967	15062
P/B	5.1	4.4	4.0	3.5	3.0	货币资金的期末余额	7473	8301	11967	15062	18689
EV/EBITDA	30.2	22.4	17.6	14.7	13.5	企业自由现金流	3875	2307	3928	5098	5716
						权益自由现金流	3809	3669	4073	5322	6006

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032