

**689009.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 45.81

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.7)	(6.5)	(14.6)	(16.4)
相对上证综指	(19.5)	(5.8)	(13.5)	(40.2)

发行股数(百万)	72.27
流通股(百万)	55.57
总市值(人民币 百万)	33,104.92
3个月日均交易额(人民币 百万)	509.34
主要股东	
Hctech II L.P.	6.57%

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以 2026 年 4 月 16 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

汽车: 摩托车及其他

证券分析师: 杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

证券分析师: 郑静文

jingwen.zheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525010001

# 九号公司

## 两轮车、机器人业务高增长, 公司成长性较强

公司近日发布 2025 年年报。2025 年, 公司实现营收 212.78 亿元, 同增 49.9%; 归母净利 17.58 亿元, 同比大幅增长 62.2%; 扣非归母净利 17.37 亿元, 同增 63.5%。公司保持电动滑板车领域的领先地位以外, 电动两轮车和服务机器人产品量价齐升, 业务快速放量并转化为收入。维持公司买入评级。

### 支撑评级的要点

- 25Q4 业绩短期承压, 全年经营现金流表现亮眼。** 2025Q4 公司实现营收 28.88 亿元, 同减 12.2%; 归母净利 -0.29 亿元, 同比由盈转亏。盈利能力方面, 2025 年公司毛利率为 29.63%, 同增 1.39pct; 归母净利率 8.26%, 同增 0.62pct。费用控制能力方面, 2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 8.83%/5.60%/5.87%, 同比分别变动 +1.08/-0.29/+0.05pct。现金流方面, 2025 年公司经营性净现金流为 44.44 亿元, 同增 32.5%, 主要系公司业务增长带来经营性现金净流入增加, 同时公司加强资金管理, 提升销售回款速度, 加大承兑汇票结算规模导致。2025 年公司盈利能力和现金流表现均有增强。
- 电动两轮车销量大增, 市场份额向头部集中。** 分业务来看, 2025 年公司电动两轮车销量为 409.03 万台, 同增 57.4%; 实现收入 118.59 亿元, 同增 64.5%; 毛利率为 23.76%, 同增 2.65pct。公司电动两轮车业务在 2025 年实现量价齐升, 盈利能力有所增强。当前, 我国电动两轮车市场正式步入“存量优化与品质升级”的成熟阶段。截至 2025 年底, 我国自行车与电动自行车保有量约 5.8 亿辆, 在自然更新周期、“以旧换新”政策补贴和智能化技术迭代的三重驱动下, 市场需求稳步释放。并且, 新国标全面实施后, 行业非标产能正在加速出清, 市场份额持续向头部集中, 竞争逻辑从价格竞争转向以安全、品质为核心的高质量发展竞争, 产品应用场景也在不断扩大。
- 公司正在取得电动平衡车电池领域的标准制定权。** 2025 年公司电动平衡车和电动滑板车销量为 182.39 万辆, 同增 16.1%; 实现收入 43.29 亿元, 同增 28.1%; 毛利率为 27.72%, 同减 5.60pct。公司已自主研发并掌握多项核心技术, 在电池、电机、电控等关键产品模块均实现全面技术突破。公司电动平衡车和电动滑板车产品覆盖德国、法国、西班牙等多个国家主流销售渠道, 市场份额持续增长。同时, 公司主导制定了首个电动平衡车电池强制性国家标准 GB40559-2024, 将技术优势转化为标准制定权。
- 公司割草机器人销量全球领先。** 2025 年公司服务机器人产品销量为 33.89 万台, 同比大幅增长 105.6%; 实现收入 20.02 亿元, 同增 104.3%; 毛利率为 52.35%, 同比基本持平。2025 年全球割草机器人市场实现显著增长, 欧洲以超过 90% 的出货量成为核心市场, 美国市场则处于培育期。技术层面上, 行业已迈入“无边界时代”, 具备产品创新、供应链管理 and 全球化运营等优势的企业有望更具市场竞争力。公司率先推出无边界规划式割草机器人, 有效解决传统割草机器人高成本、低效率的行业痛点。割草机器人产品 Navimow 销量全球领先。
- 行业向好发展, 公司业绩增长有支撑。** 随着电动平衡车与电动滑板车行业加速迈向规范化发展新阶段, 欧美及亚太主要市场持续推进路权开放与法规标准化进程, 行业发展环境日趋规范化, 有望成为公共交通的重要补充; 电动两轮车行业也在加速从“规模驱动”向创新驱动转型, 具备硬件+软件+服务能力的企业更具增长韧性。在服务机器人方面, 中国品牌凭借研发创新和供应链优势, 全球市场的份额不断提升。九号公司作为电动两轮车、服务机器人领域的领军企业, 有望获得更好的发展。

### 估值

- 2025 年公司盈利能力增强, 电动两轮车、服务机器人等产品销量大幅增长。** 我们维持原有盈利预测, 预计 2026-2028 年公司收入 286.2/352.8/417.5 亿元, 归母净利 26.9/34.5/38.8 亿元, EPS37.2/47.8/53.7 元, PE12.3/9.6/8.5 倍。公司所处行业正在迎来政策推动、下游需求稳步释放的向上发展阶段, 公司自研并掌握多项核心技术, 保持电动滑板车领域的领先地位以外, 电动两轮车和服务机器人产品量价齐升, 业务快速放量并转化为收入, 公司未来业绩增长有支撑, 因此维持公司**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 原材料成本与汇率波动风险, 市场竞争加剧风险, 新业务拓展不及预期。**

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	14,196	21,278	28,618	35,276	41,752
增长率(%)	38.9	49.9	34.5	23.3	18.4
EBITDA(人民币 百万)	1,373	2,061	3,313	4,195	4,672
归母净利润(人民币 百万)	1,084	1,758	2,686	3,453	3,882
增长率(%)	81.3	62.2	52.8	28.5	12.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	15.00	24.33	37.17	47.78	53.71
市盈率(倍)	30.5	18.8	12.3	9.6	8.5
市净率(倍)	5.4	4.6	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA(倍)	18.2	14.1	5.4	3.1	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14,196	21,278	28,618	35,276	41,752
营业收入	14,196	21,278	28,618	35,276	41,752
营业成本	10,188	14,973	20,078	24,508	28,724
营业税金及附加	72	132	178	220	260
销售费用	1,101	1,879	2,536	3,297	4,286
管理费用	837	1,190	1,388	1,704	2,114
研发费用	826	1,250	1,367	1,604	1,943
财务费用	(109)	(192)	(190)	(256)	(328)
其他收益	82	41	57	79	65
资产减值损失	(27)	(17)	(20)	(15)	(12)
信用减值损失	(11)	(16)	(8)	(7)	(6)
资产处置收益	(2)	1	1	1	1
公允价值变动收益	(15)	40	0	0	0
投资收益	20	97	97	97	97
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,329	2,192	3,388	4,357	4,899
营业外收入	63	57	10	10	10
营业外支出	73	88	1	1	1
利润总额	1,319	2,161	3,396	4,366	4,908
所得税	234	399	627	806	906
净利润	1,085	1,762	2,769	3,560	4,002
少数股东损益	1	4	83	107	120
归母净利润	1,084	1,758	2,686	3,453	3,882
EBITDA	1,373	2,061	3,313	4,195	4,672
EPS(最新股本摊薄, 元)	15.00	24.33	37.17	47.78	53.71

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>12,401</b>	<b>16,348</b>	<b>21,401</b>	<b>27,401</b>	<b>33,523</b>
现金及等价物	7,473	8,301	12,011	16,873	21,640
应收账款	1,073	1,499	2,476	2,424	3,375
应收票据	23	63	53	91	80
存货	1,839	3,166	3,546	4,647	4,955
预付账款	102	130	181	199	246
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,891	3,188	3,134	3,169	3,226
<b>非流动资产</b>	<b>3,277</b>	<b>5,171</b>	<b>4,763</b>	<b>4,617</b>	<b>4,348</b>
长期投资	375	878	888	898	908
固定资产	1,184	2,005	2,106	2,062	1,945
无形资产	894	913	869	825	779
其他长期资产	825	1,376	900	833	716
<b>资产合计</b>	<b>15,678</b>	<b>21,520</b>	<b>26,164</b>	<b>32,018</b>	<b>37,871</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,128</b>	<b>13,598</b>	<b>16,755</b>	<b>20,082</b>	<b>23,033</b>
短期借款	0	0	45	50	52
应付账款	2,428	2,846	4,226	4,406	5,711
其他流动负债	6,700	10,752	12,484	15,625	17,270
<b>非流动负债</b>	<b>316</b>	<b>660</b>	<b>459</b>	<b>508</b>	<b>488</b>
长期借款	0	159	45	50	52
其他长期负债	316	502	414	458	436
<b>负债合计</b>	<b>9,443</b>	<b>14,259</b>	<b>17,214</b>	<b>20,589</b>	<b>23,521</b>
股本	0	0	0	0	0
少数股东权益	78	101	184	291	411
归属母公司股东权益	6,156	7,160	8,766	11,138	13,939
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,678</b>	<b>21,520</b>	<b>26,164</b>	<b>32,018</b>	<b>37,871</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,085	1,762	2,769	3,560	4,002
折旧摊销	238	241	271	272	265
营运资金变动	2,785	2,374	1,780	2,178	1,598
其他	(755)	68	(201)	(399)	(405)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,354</b>	<b>4,444</b>	<b>4,619</b>	<b>5,611</b>	<b>5,460</b>
资本支出	(546)	(1,221)	(28)	(29)	(30)
投资变动	(711)	(1,495)	(10)	(10)	(10)
其他	(1,204)	281	99	99	99
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,462)</b>	<b>(2,434)</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>58</b>
银行借款	0	159	(69)	10	4
股权融资	(644)	(1,145)	(1,081)	(1,081)	(1,081)
其他	131	212	179	262	325
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(513)</b>	<b>(774)</b>	<b>(970)</b>	<b>(808)</b>	<b>(751)</b>
<b>净现金流</b>	<b>378</b>	<b>1,235</b>	<b>3,709</b>	<b>4,862</b>	<b>4,767</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	38.9	49.9	34.5	23.3	18.4
营业利润增长率(%)	135.7	64.9	54.6	28.6	12.4
归属于母公司净利润增长率(%)	81.3	62.2	52.8	28.5	12.4
息税前利润增长(%)	316.2	60.4	67.1	29.0	12.3
息税折旧前利润增长(%)	175.6	50.1	60.8	26.6	11.4
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	81.3	62.2	52.8	28.5	12.4
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	8.0	8.6	10.6	11.1	10.6
营业利润率(%)	9.4	10.3	11.8	12.4	11.7
毛利率(%)	28.2	29.6	29.8	30.5	31.2
归母净利润率(%)	7.6	8.3	9.4	9.8	9.3
ROE(%)	17.6	24.6	30.6	31.0	27.8
ROIC(%)	(33.1)	(39.5)	(41.3)	(38.2)	(35.1)
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
净负债权益比	(1.2)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.5)
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	13.8	16.5	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	6.8	8.1	8.1	8.2	8.3
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	7.8	8.8	8.9	9.3	10.3
管理费用率(%)	5.9	5.6	4.9	4.8	5.1
研发费用率(%)	5.8	5.9	4.8	4.5	4.7
财务费用率(%)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	15.0	24.3	37.2	47.8	53.7
每股经营现金流(最新摊薄)	46.4	61.5	63.9	77.6	75.6
每股净资产(最新摊薄)	85.2	99.1	121.3	154.1	192.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	30.5	18.8	12.3	9.6	8.5
P/B(最新摊薄)	5.4	4.6	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	18.2	14.1	5.4	3.1	1.8
价格/现金流(倍)	9.9	7.4	7.2	5.9	6.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371