

汽车	收盘价 人民币 43.74	目标价 人民币 69.55	潜在涨幅 +59.0%	2026年5月5日
----	------------------	------------------	----------------	-----------

九号公司 (689009 CH)

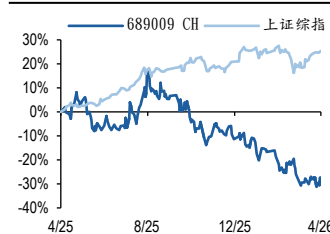
1Q26 盈利阶段性见底，关注新品上市后两轮车销量趋势；维持买入

- 1Q26 各品类业务收入保持增长，但受原材料涨价及汇兑损失影响，利润短期波动。期内公司实现营收 58.7 亿元（人民币，下同），同比+14.8%，主要品类销量均录得两位数增长。分业务看，电动两轮车销量 122.8 万台，同比+22.3%，收入 33.8 亿元，同比+18.2%；受铅酸车型占比提升影响，ASP 同比微降 3% 至 2,755 元。全地形车销量/收入分别为 6,393 台/2.9 亿元，同比均+32.6%。自主品牌零售滑板车量价齐升，销量 26.5 万台（+28.2%），收入 5.28 亿元（+33.67%），ASP 同比+4% 至 1,993 元。1Q26 归母净利润 2.0 亿元，同比-55.4%，综合毛利率 26.5%，同比-3.1ppts，主因原材料价格上涨及汇兑损失影响。期内公司汇兑损失约 2.5 亿元，去年同期为 7600 万元收益。剔除汇兑损失影响，净利润仍实现双位数增长。
- 进入销售旺季，两轮车新品上市+滑板车提价，毛利率有望上行。受新国标及较少的 SKU 影响，1Q26 公司电动自行车产品销量表现较弱，电摩产品占比超 9 成。4 月 29 日公司发布多款 Q 系列产品，包括电自 Qz3、轻电摩 Q3 及电摩 QL 家庭版，对应女性车主从校园生活到初入职场再到家庭出行不同阶段。截至 2025 年底，公司电动两轮车专卖店已突破 1 万家。今年两轮车出货节奏恢复正常，2-3 季度为出货高峰，随着新品发布和渠道扩张，两轮车出货量预计环比提升，毛利率也有望回升；同时由于去年的低基数，4Q26 有望实现显著的同比增幅。此外，公司计划在 2Q26 对滑板车提价，有望对盈利能力产生积极影响。
- 多元布局支撑长期成长，维持买入。在 2025 年欧洲反倾销背景下，公司割草机业务高速增长，短期备货需求增加，海外产能投产后公司市占率有望提升。公司多元布局割草机器人、全地形车、E-bike 等产品，尽管短期两轮车业务承压，我们依然看好其长期发展。2025 年 9 月以来，公司股价回撤超 35%，当前市值对应 2026 年约 15 倍市盈率。我们下调毛利率预测，并同步下调净利润预测 2%-5%，反映成本上涨及汇率因素。基于 SOTP 估值法，维持买入和目标价 69.55 元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	73.17
52周低位(人民币)	43.14
市值(百万人民币)	31,361.58
日均成交量(百万)	29.53
年初至今变化(%)	(21.32)
200天平均价(人民币)	53.68

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	14,196	21,278	25,084	30,284	36,420
同比增长(%)	38.9	49.9	17.9	20.7	20.3
净利润(百万人民币)	1,084	1,758	2,111	2,608	3,340
每股盈利(人民币)	1.53	2.47	2.78	3.44	4.40
同比增长(%)	83.0	61.4	12.6	23.6	28.1
前EPS预测值(人民币)			2.89	3.51	4.66
调整幅度(%)			-3.8	-1.9	-5.4
市盈率(倍)	28.6	17.7	15.7	12.7	9.9
每股账面净值(人民币)	8.70	10.07	10.32	11.41	12.81
市账率(倍)	5.03	4.34	4.24	3.83	3.41
股息率(%)	2.6	3.9	4.3	5.4	6.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：九号公司：盈利预测变动

(百万人民币)	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	25,084	25,038	0%	30,284	30,242	0%	36,420	36,433	0%
毛利润	7,457	7,599	-2%	9,167	9,494	-3%	11,188	11,805	-5%
毛利率	29.7%	30.3%	-0.6ppts	30.3%	31.4%	-1.1ppts	30.7%	32.4%	-1.7ppts
归母净利润	2,111	2,193	-4%	2,608	2,660	-2%	3,340	3,531	-5%
归母净利率	8.4%	8.8%	-0.3ppts	8.6%	8.8%	-0.2ppts	9.2%	9.7%	-0.5ppts

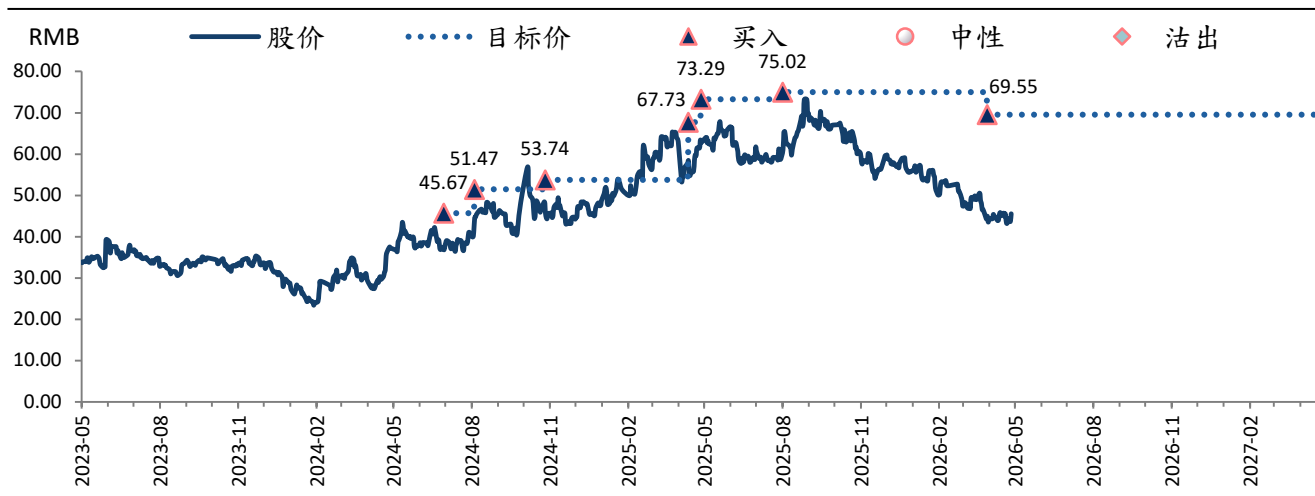
资料来源：交银国际预测

图表 2：九号公司：SOTP 估值

		收入/净利润 (百万元人民币)	估值方法	估值倍数 (x)	对应市值折现 (百万元人民币)
平衡车及滑板车	2026年净利润	341	市盈率(P/E)	10	3,408
电动两轮车	2026年净利润	766	市盈率(P/E)	15	11,496
机器人	2026年收入	3423	市销率(P/S)	10	34,014
其他业务	2026年净利润	274	市盈率(P/E)	5	1,369
合计					50,286
股数(百万)					723
每股股价(人民币)					69.55

资料来源：交银国际预测

图表 3：九号公司 (689009 CH) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4：交银国际汽车及电池行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	37.75	54.84	45.27%	2025年10月30日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	74.10	94.74	27.85%	2025年10月24日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	17.19	18.88	9.83%	2026年3月27日	电池
3931 HK	中创新航	买入	36.50	42.88	17.48%	2026年3月31日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	445.00	512.00	15.06%	2026年3月10日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.87	22.63	90.65%	2025年8月27日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	45.50	69.55	52.86%	2026年4月1日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	12.30	7.16	-41.79%	2025年3月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	40.26	45.80	13.76%	2026年3月30日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	36.12	44.50	23.2%	2026年5月4日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	30.15	38.00	26.0%	2026年5月4日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	22.48	34.66	54.18%	2025年9月16日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	180.70	269.66	49.23%	2025年9月16日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	33.26	49.16	47.81%	2026年3月26日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	52.50	65.83	25.39%	2026年3月11日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	6.36	8.40	32.08%	2026年3月11日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	108.30	138.53	27.91%	2026年3月30日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	11.86	17.50	47.55%	2026年3月30日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	22.34	24.21	8.37%	2025年8月15日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	90.45	135.20	49.47%	2026年4月1日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	62.50	134.69	115.50%	2025年3月12日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	69.25	80.84	16.74%	2025年8月29日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	17.78	20.80	16.99%	2025年8月29日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.97	3.34	12.46%	2024年4月1日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 4 月 30 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	14,196	21,278	25,084	30,284	36,420
主营业务成本	(10,188)	(14,973)	(17,627)	(21,117)	(25,232)
毛利	4,008	6,305	7,457	9,167	11,188
销售及管理费用	(1,101)	(1,879)	(2,207)	(2,665)	(3,205)
研发费用	(1,663)	(2,440)	(2,885)	(3,483)	(4,188)
其他经营净收入/费用	84	206	246	268	252
经营利润	1,329	2,192	2,611	3,287	4,047
财务成本净额	(109)	(192)	(226)	(273)	(328)
其他非经营净收入/费用	99	161	196	175	199
税前利润	1,319	2,161	2,581	3,189	3,918
税费	(234)	(399)	(476)	(589)	(588)
非控股权益	(1)	(4)	6	8	10
净利润	1,084	1,758	2,111	2,608	3,340
作每股收益计算的净利润	1,084	1,758	2,111	2,608	3,340

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4,839	26,057	26,576	28,409	30,648
应收账款及票据	1,096	1,562	2,040	2,463	2,963
存货	1,839	3,166	3,327	3,986	4,763
其他流动资产	4,627	(14,437)	(13,210)	(13,157)	(13,094)
总流动资产	12,401	16,348	18,733	21,701	25,279
物业、厂房及设备	1,184	2,005	1,756	2,065	2,423
其他有形资产	398	582	529	481	438
无形资产	1,032	1,048	1,094	1,142	1,192
其他长期资产	663	1,537	2,641	2,733	2,842
总长期资产	3,277	5,171	6,019	6,420	6,896
总资产	15,678	21,520	24,753	28,122	32,175
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	7,464	10,195	12,756	15,292	18,283
其他短期负债	1,664	3,403	3,401	3,401	3,401
总流动负债	9,128	13,598	16,156	18,693	21,683
长期贷款	17	186	194	202	211
长期应付账款	5	89	93	97	102
其他长期负债	299	475	479	483	487
总长期负债	316	660	672	685	698
总负债	9,443	14,259	16,828	19,378	22,382
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	6,156	7,160	7,830	8,657	9,717
股东权益	6,156	7,160	7,830	8,657	9,717
非控股权益	78	101	94	87	77
总权益	6,234	7,261	7,924	8,744	9,794

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	1,085	1,762	2,104	2,600	3,330
折旧及摊销	133	147	169	177	173
营运资本变动	2,067	2,378	1,094	1,239	1,459
其他经营活动现金流	147	157	0	0	0
经营活动现金流	3,432	4,444	3,368	4,016	4,962
资本开支	(546)	(1,221)	(374)	(411)	(450)
投资活动	(1,947)	(857)	(520)	0	0
其他投资活动现金流	31	(356)	(520)	0	0
投资活动现金流	(2,462)	(2,434)	(1,415)	(411)	(450)
负债净变动	0	187	8	8	9
股息	(200)	(1,104)	(1,441)	(1,781)	(2,281)
其他融资活动现金流	(313)	143	0	0	0
融资活动现金流	(513)	(774)	(1,433)	(1,772)	(2,272)
汇率收益/损失	15	0	0	0	0
年初现金	4,445	4,839	26,057	26,576	28,409
年末现金	4,839	26,057	26,576	28,409	30,648

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.532	2.472	2.783	3.439	4.404
全面摊薄每股收益	1.366	2.318	2.783	3.439	4.404
每股股息	1.131	1.688	1.900	2.348	3.007
每股账面值	8.700	10.067	10.323	11.414	12.811
利润率分析(%)					
毛利率	28.2	29.6	29.7	30.3	30.7
EBIT利润率	8.1	8.5	8.7	9.1	9.5
净利率	7.6	8.3	8.4	8.6	9.2
盈利能力(%)					
ROA	8.2	9.5	9.1	9.9	11.1
ROE	18.7	26.4	28.2	31.6	36.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司及广东云徙智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。