下载日志已记录，仅供内部参考

九号公司(689009)

报告日期：2026 年 07 月 07 日

短交通及机器人龙头企业，多级增长火箭驱动

——九号公司深度报告

投资要点

- **九号公司是一家持续迭代的出行及机器人公司**

  九号公司从平衡车起家，收购 Segway 后巩固技术/品牌/渠道方面优势，不断打造多条业务增长线，助力公司快速增长，收入从 2017 年的 13.81 亿元增至 2025 年 212.78 亿元（17-25 年 CAGR=40.8%）。

  公司核心高管来自北航，技术背景突出。组织架构变迁上，从线性集权管理模式迭代为事业部矩阵模式，充分激发不同业务线的活力。九号公司也通过多轮股权激励绑定核心人才，推动公司快速增长，人效指标提升明显。

- **两轮车：智能化品牌心智凸显，抢占市场份额**

  2025 年两轮车行业在新国标更换和以旧换新刺激下快速增长，2026 年 Q1 市场需求仍在恢复期，但九号两轮车收入同比+18%，实现逆势增长。近期销售旺季叠加新品发布，九号电商数据回暖明显，根据久谦电商数据，26 年 5 月九号品牌销售超过 10 亿元，同比+78%。

  九号公司两轮车凭借技术及产品优势，在高价格带市占率更为领先，我们预计全国市场中高端占比逐渐提升，同时预计九号市占率进一步提升，我们测算九号国内潜在销售规模有望超过 1000 万台，仍有翻倍以上发展空间。除此以外，进军越南等东南亚市场带来增量。

- **割草机器人：技术创新驱动行业快速渗透，重要增长驱动力**

  技术变革极大改善产品体验，智能割草机器人持续渗透，根据 IDC 数据，全球割草机器人 25 年和 26Q1 出货分别增长+63.8%、+97%，其中无边界占比分别达到 66%和 82.5%。行业趋势上视觉+RTK+激光雷达多种方案融合是主流，进一步提升产品体验。

  九号 2025 年机器人业务营收 20.0 亿元（增速超过 100%），综合产品力较为突出（技术路线领先&质量稳定性较高），持续热销（德国亚马逊割草机产品热销前十位中九号占据 3 位）。目前欧洲市占率领先，美国市场为下一增长极。

- **平衡车&滑板车稳健增长，全地形车、eBike 为潜力业务**

  电动平衡车 & 滑板车为基本盘，高油价、低碳出行驱动场景拓展，2025 年营收 43.3 亿元（同比+28.1%）；全地形车为下一潜力业务，2025 年营收 11.4 亿元（同比+16.6%）。同样受益于绿色出行理念，eBike 新业务储备增长。

- **盈利预测与估值**

  我们预计九号公司 26-28 年实现营业收入 276.0/332.9/388.6 亿元，分别增长 29.7%/20.6%/16.7%；26-28 年归母净利润 19.4/26.3/33.0 亿元，分别增长 10.2%/35.7%/25.5%。

  九号公司凭借技术及产品优势，在交通及机器人行业打造多级增长曲线，短期成本及汇兑有所承压，但长期成长路径清晰，26-28 年对应 PE 分别为 14.3x/10.5x/8.4x，给予“买入”评级。

- **风险提示**

  行业竞争加剧；国际贸易政策变化风险；原材料价格波动风险；消费需求不及预期；销售规模空间预测不及预期

投资评级：买入(首次)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

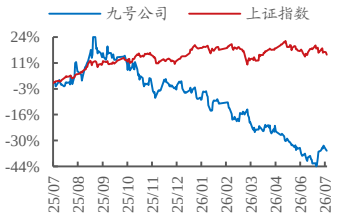
分析师：陈钊
执业证书号：S1230524090008
chenzhao01@stocke.com.cn

分析师：钟烨晨
执业证书号：S1230523060004
zhongyechen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥37.80
总市值(百万元)	2,764.10
总股本(百万股)	73.12

股票走势图



相关报告

1 《盈利能力持续改善，两轮车业务收入高增》 2025.09.24
2 《技术远征，智能短交通深耕、机器人拓疆》 2025.07.31
3 《自主品牌保持快速成长，电动两轮车再下一城》 2023.09.28

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	21277.88	27598.43	33291.85	38855.77
(+/-) (%)	49.89%	29.70%	20.63%	16.71%
归母净利润	1758.17	1936.71	2627.83	3296.89
(+/-) (%)	62.17%	10.15%	35.69%	25.46%
每股收益(元)	24.04	26.49	35.94	45.09
P/E	15.72	14.27	10.52	8.38

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 九号公司：持续迭代的出行及机器人公司 6
1.1 发展历程：逐渐打造多级增长火箭 6
1.2 业务介绍：技术及产品创新，驱动公司高速增长 6
1.3 管理层：技术背景深厚，组织架构持续迭代 7
1.4 股价复盘：业绩增长为核心驱动 10
2 两轮车业务：智能化品牌心智凸显，抢占市场份额 11
2.1 两轮车市场：政策周期显著，存量结构升级 11
2.2 竞争格局：新势力突围，九号领跑高价格带 12
2.3 九号持续抢占市场份额，出海打开远期空间 14
3 割草机器人：技术创新驱动行业快速渗透，保持高速增长 17
3.1 技术变革提效，催生智能割草机器人市场 17
3.2 产品力口碑驱动，九号割草机器人市占率领先 19
4 其他：平衡车&滑板车稳健增长，全地形车、eBike 为潜力业务 21
4.1 滑板车&平衡车：技术&本地化运营，市占率领先 21
4.2 全地形车：切入高价值赛道，保持较快增长 22
4.3 E-bike：电助力自行车市场持续渗透，从欧洲向美国市场发力 23
5 盈利预测与估值 24
6 风险提示 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 九号公司发展历程 6
图 2: 九号公司业务规划 7
图 3: 九号公司营业收入（亿元） 7
图 4: 九号公司分业务营业收入（亿元） 7
图 5: 九号公司股权结构（2025 年报） 7
图 6: 九号公司组织架构（2020 年） 9
图 7: 九号公司目前组织架构（2025 年） 9
图 8: 九号公司 2020 年人员构成 9
图 9: 九号公司 2025 年人员构成 9
图 10: 九号公司股权激励目标（亿元） 10
图 11: 九号公司股份支付费用及费用率 10
图 12: 九号公司人效指标（万元） 10
图 13: 九号公司股价复盘 11
图 14: 两轮车全国销量（万辆）及增速 11
图 15: 两轮车市占率变化 12
图 16: 两轮车竞争格局变化趋势 13
图 17: 两轮车线下分价格带竞争格局变化 13
图 18: 用户在智能两轮车产品选择中九号品牌认可度较高 14
图 19: 九号公司电动两轮车收入（亿元） 14
图 20: 智能两轮车产品销量中九号品牌领先 14
图 21: 九号两轮车电商（天猫+京东+抖音）销售额 15
图 22: 九号两轮车电商（天猫+京东+抖音）分品类占比 15
图 23: 九号电动两轮车 26 年 618 战报 15
图 24: 九号两轮车国内市场空间测算 16
图 25: 海外电动轻型交通工具市场规模（亿元） 16
图 26: 东南亚电动两轮车销量（百万辆） 16
图 27: 割草机器人产品演进 17
图 28: 全球智能割草机器人销量（万台） 18
图 29: 全球割草机器人无边界产品销售占比 18
图 30: 九号机器人业务收入（亿元） 19
图 31: 2024 年割草机器人市场份额 19
图 32: 德国亚马逊官网割草机产品热销榜单（时间：26 年 6 月 29 日） 20
图 33: 割草机器人产品比较 20
图 34: 九号公司割草机器人美国线下销售网点分布 21
图 35: 割草机不同区域除草难度 21
图 36: 九号公司割草机器人线下销售网点（2026 年 6 月 24 日） 21
图 37: 九号电动平衡车和滑板车收入（亿元） 22
图 38: 全球平衡车和滑板车市场规模（亿美元） 22
图 39: 九号电动滑板车市占率领先 22
图 40: 九号全地形车收入（亿元） 23
图 41: 全球全地形车竞争格局 23
图 42: 九号、海关整体及江苏出口全地形车季度增速 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：全球电助力自行车销售额（亿欧元）.....24
图 44：德国电助力自行车销售占比过半（百万辆）.....24
图 45：可比公司估值.....25

表 1：九号公司管理层.....8
表 2：两轮车政策变化.....12
表 3：割草机器人技术路线比较.....18
表 4：割草机器人相关公司介绍.....19
表 5：九号公司盈利预测（亿元）.....24
表附录：三大报表预测值.....27

下载日志已记录，仅供内部参考

1 九号公司：持续迭代的出行及机器人公司

1.1 发展历程：逐渐打造多级增长火箭

九号公司（赛格威 - 纳恩博 Segway-Ninebot）是全球电动个人出行产品、动力运动和家庭机器人领域的领军者，专注于以用户为中心的产品技术和体验创新，提供多个品类的个人出行和家庭服务机器人产品系列。

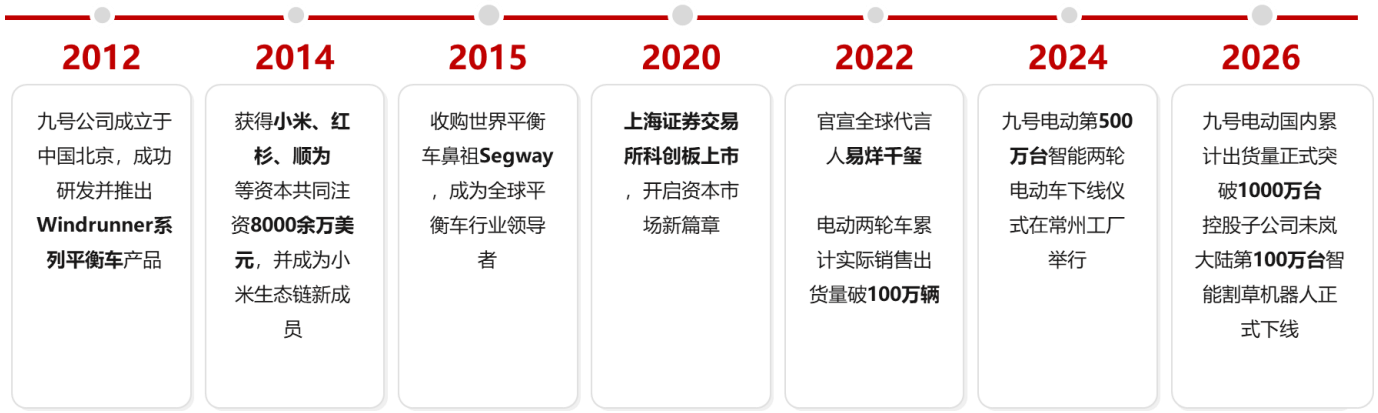
第一阶段：初创与并购（2012-2015）— 创立→融资→收购 Segway；

第二阶段：多线布局（2016-2019）— 机器人战略→布局两轮电动车；

第三阶段：上市与品牌升级（2020-2022）— 科创板上市→两轮车逐渐起量；

第四阶段：高速增长（2023-2026）— 多条产品线快速增长→突破 200 亿收入。

图1： 九号公司发展历程



资料来源：公司官网，公司官方微信号，常州发布官方微信号，浙商证券研究所

1.2 业务介绍：技术及产品创新，驱动公司高速增长

九号公司打造多级增长火箭，助力公司快速增长，收入从 2017 年的 13.81 亿元增至 2025 年 212.78 亿元（17-25 年 CAGR=40.8%）。

1）电动平衡车 & 滑板车（基本盘），2025 年营收 43.3 亿元（同比+28.1%）。这是九号起家的业务，平衡车主打 C 端消费市场（娱乐代步），滑板车则在海外共享出行和零售双线驱动，海外 Segway 品牌全球认知度较高。

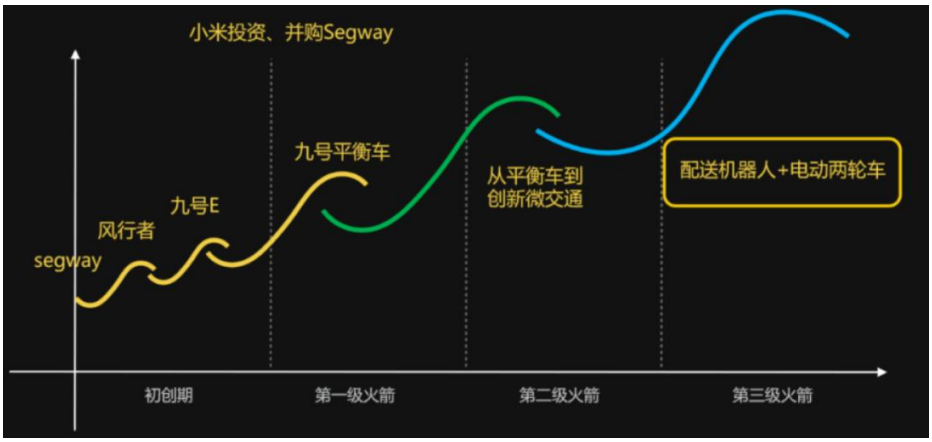
2）智能电动两轮车（当下主力引擎），2025 年营收 118.6 亿元（同比+64.5%），占比 55.7%。2026 年 1 月国内累计出货突破 1000 万辆里程碑，依靠智能化和产品力突围。

3）服务机器人（增速最快），2025 年营收 20.0 亿元（同比增长超过 100%），核心产品 Navimow 无边界割草机器人，2026 年 4 月常州基地第 100 万台割草机器人下线，面向海外市场，凭借电动化和智能化替代传统割草机，是未来公司收入增长的重要驱动。

4）全地形车（潜力业务），2025 年营收 11.4 亿元（同比+16.6%）。2019 年发布首款产品，2024 年 12 月全球累计出货突破 10 万台。

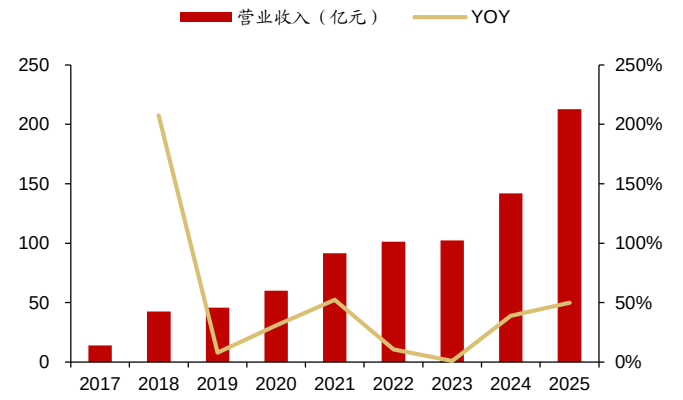
下载日志已记录，仅供内部参考

图2： 九号公司业务规划



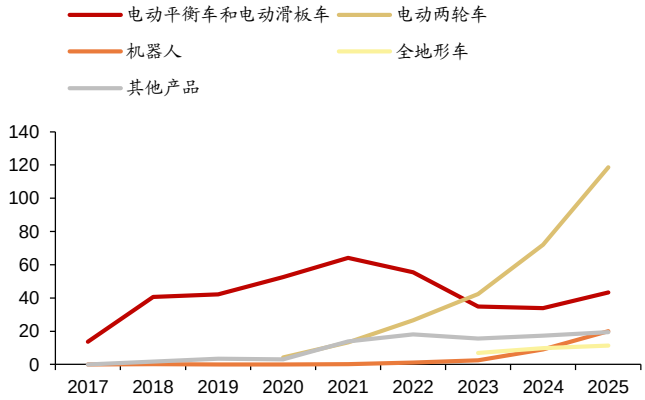
资料来源：混沌学院，浙商证券研究所

图3： 九号公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

图4： 九号公司分业务营业收入（亿元）

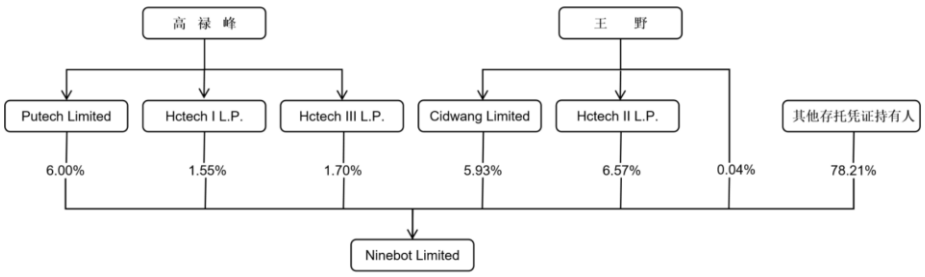


资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

1.3 管理层：技术背景深厚，组织架构持续迭代

管理层有多位来自北航，技术基因打造产品智能化护城河。九号公司董事长高禄峰（飞行器控制专业）、CEO 王野（机器人研究所毕业）、总裁陈中元（机器人研究所毕业）、刘淼（机械电子工程博士）等核心团队来自北航，技术背景直接塑造了九号产品的核心差异化（如技术领先/智能化）。

图5： 九号公司股权结构（2025 年报）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

九号采取 AB 股，实现管理层控制。上市的时候公司保留 VIE 组织架构，在科创板平台发行存托凭证（CDR），根据 25 年年报，高禄峰与王野合计控制公司 57.73%的表决权、存托凭证产权占比 21.79%，核心管理层具备控制权。

表1： 九号公司管理层

姓名	职务	出生年份	简介
高禄峰	董事长,董事	1979	1979 年 1 月出生，中国国籍，毕业于北京航空航天大学，获得机械工程及自动化学院飞行器控制专业学士学位。2003 年 9 月-2006 年 4 月，担任北京时代杰诚科技有限公司项目经理；2006 年 5 月-2008 年 1 月，担任和堂传媒（北京）有限公司高级项目经理；2008 年 2 月-2008 年 10 月，担任中国金融网运营总监；2008 年 11 月-2011 年 12 月，担任新索科技（北京）有限公司 CEO；2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot，现任本公司董事长。
王野	董事,CEO	1980	1980 年 10 月出生，中国国籍，毕业于北京航空航天大学，获得机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院机械电子工程专业学士学位。2006 年 3 月-2007 年 6 月，担任北京博创兴业科技有限公司智能机器人业务总经理；2007 年 7 月-2010 年 10 月，担任北京博创兴盛机器人技术有限公司总经理。于 2009 年 10 月起，任北京市人工智能学会常务理事；于 2016 年 12 月起，出任全国自动化系统与集成标准化技术委员会-机器人与机器人装备分标委（SAC/TC159）委员。曾获国防科学技术奖二等奖和中国机械工业科学技术进步奖三等奖；2012 年至今，作为联合创始人之一创办 Ninebot，2013 年 1 月-2020 年 2 月历任本公司联席 CEO、总裁职务，现任本公司 CEO。
陈中元	董事,总裁	1987	1987 年 9 月出生，中国国籍，毕业于北京航空航天大学，获得北航机器人研究所工学硕士学位及机械工程及自动化学院学士学位。2015 年-2017 年期间，作为技术专家参与制定和修订与公司产品相关的 CQC 标准、中国国家标准、美国 UL 标准等国内外重要标准。曾分管集团研发中心、集团质量中心、集团信息化中心、AI 及机器人技术研究院、短交通 BG 等核心部门；2012 年至今，作为技术合伙人加入公司，目前担任公司总裁。
凡孝金	CFO	1974	1974 年 12 月出生，中国国籍，南京大学工商管理硕士。曾担任美的集团中央空调事业部、国际事业部财务总监，奥克斯集团副总裁，虎彩印艺股份有限公司 CFO，深圳兴森快捷电路科技股份有限公司 CFO 等职；2021 年 5 月加入公司，现任公司 CFO。
刘淼	CTO	1980	1980 年 6 月出生，中国国籍，获得北京航空航天大学机械电子工程博士，北京航空航天大学计算机学院博士后。2012 年至 2015 年于中国科学院上海微系统与信息技术研究所，任职汽车电子工程中心副研究员，同时兼任浙江中科领航汽车电子有限公司技术总监。2015 年至 2021 年于上海友衷科技有限公司任职联合创始人兼 CTO。2021 年加入公司，现任公司 CTO。
徐鹏	副总裁,董事会秘书	1979	1979 年 11 月出生，中国国籍，中国海洋大学学士。2004 年 7 月-2006 年 8 月，担任北京信永中和会计师事务所审计师；2006 年 8 月-2009 年 12 月，担任普华永道中天会计师事务所高级审计师；2010 年 3 月-2012 年 3 月，担任北京瑞沃迪国际教育有限公司财务分析经理；2012 年 4 月-2015 年 8 月，担任联想控股股份有限公司财务经理；2015 年加入本公司，现任公司董事会秘书兼信息披露境内代表。
朱坤	ORV 总裁	1977	1977 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中国南方航空动力机械公司工学院计算机管理大专学历.2018 年加入本公司，现任本公司 ORV 总裁;1998 年 4 月-2005 年 6 月，历任新大洲本田摩托有限公司检验员，检验主管，技术员，质量主管;2005 年 7 月-2018 年 5 月，历任浙江春风动力股份有限公司质量部经理，技术部经理，工艺部经理，新产品项目经理，总经理助理，副总经理。
赵欣	商用出行事业部总经理	1986	1986 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于南澳大利亚大学，获得市场营销专业学士学位.2016 年加入本公司，现任本公司商用出行事业部总经理，历任公司国际销售总监，欧洲分公司业务副总，产品线高级总监;2010 年 3 月-2016 年 3 月，担任温岭市钱江进出口有限公司销售经理。

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

组织架构迭代，促进多业务线发展。

根据九号公司 2020 年招股说明书，此前九号组织架构更多是线性集权制架构：从集团核心高管及决策层→大职能中心（统一研发、供应链、销售中心）→核心产品线。集团高管是高度集权调配，该模式下往往导致资源更多集中收入最高业务（投向平衡车滑板车）。

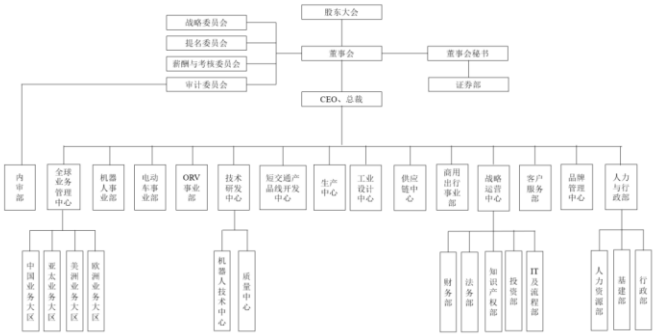
根据九号公司 2025 年报，现在是“集团-事业部-地区部”矩阵式组织架构，公司核心业务线（两轮车/割草机器人/短交通/全地形车）作为事业部一方面共享技术/供应链/数字化中

下载日志已记录，仅供内部参考

台，另一方面独立运营发展，充分激发不同业务线的活力。公司通过 IPD 集成产品开发流程，实现不同业务线的有效管理。

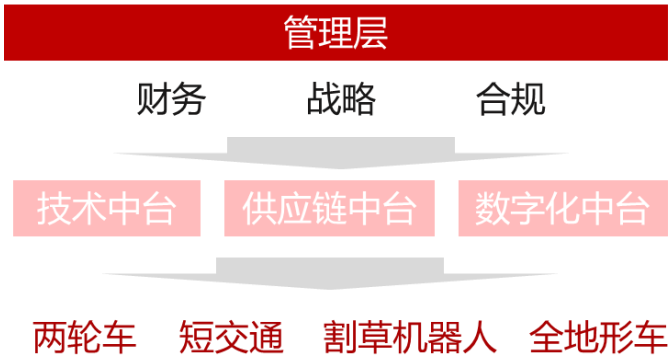
人员变化：九号公司 2020 年 2654 名员工 vs2025 年 6995 名员工，从人员构成看，技术研发人员占比依然较高，重技术重研发基因不变，同时随着业务 2C 化，销售人员占比提升明显。

图6： 九号公司组织架构（2020 年）



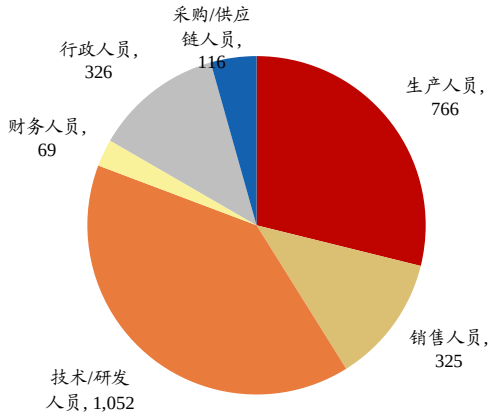
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图7： 九号公司目前组织架构（2025 年）



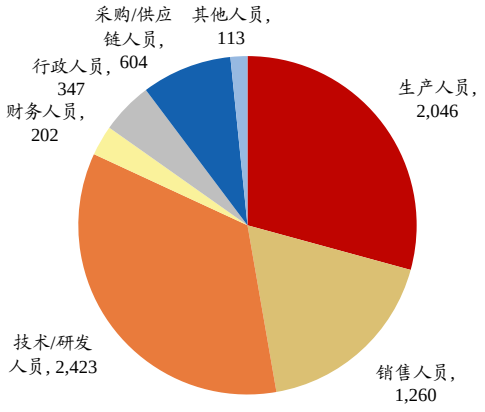
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图8： 九号公司 2020 年人员构成



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图9： 九号公司 2025 年人员构成



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

出台股权激励，彰显信心。从历史股权激励目标达成情况看，除了 23 年实际低于目标，其余年份均完成。26 年发布股权激励计划草案，按照计划解锁条件 26-29 年收入预计分别同比增长+10%/+9%/+8%/+8%，或者是利润预计分别同比增长+15%/+13%/+12%/+10%。

股权激励充分激发员工活力，人效指标提升。股权激励费用额近几年不断提升，但收入也在快速增长，费用率相对稳定。在费用可控情况下，充分激发员工活力，九号公司人均创收从 2020 年的 226 万增至 2025 年的 304 万，人均创利从 2020 年的 2.8 万增至 2025 年的 25.1 万。

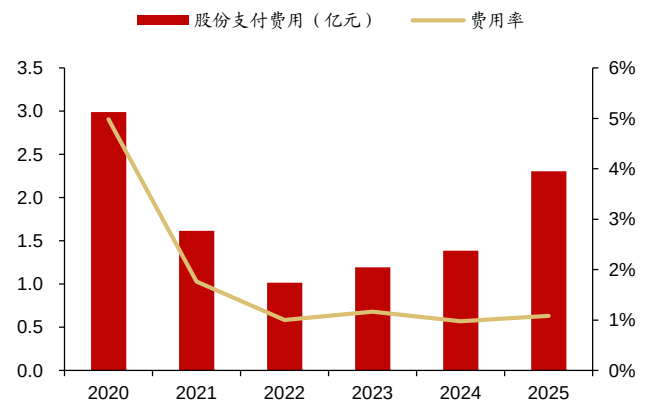
下载日志已记录，仅供内部参考

图10： 九号公司股权激励目标（亿元）

年份	实际营收(亿)	实际净利润(亿)	2021计划营收目标	2022计划营收目标	2023计划营收目标	2024计划营收目标	2024计划利润目标	2026计划收入目标	2026计划利润目标	当年最高收入目标值	是否全部达成?
2022	101.2	4.51		100						100	✓
2023	102.22	5.98	73	110	110					110	✗
2024	141.96	10.84	80	120	120	122.7	7.2			122.7	✓
2025	212.78	17.58	89	130	130	132.9	7.8			132.9	✓
2026				140	140	143.1	8.4	234.1	20.2	234.1	待考核
2027						153.3	9.0	255.3	22.9	255.3	待考核
2028								276.6	25.5	276.6	待考核
2029								297.9	28.1	297.9	待考核

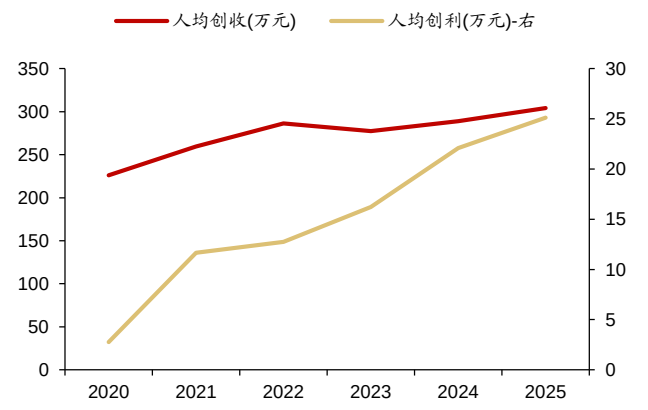
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11： 九号公司股份支付费用及费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图12： 九号公司人效指标（万元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

1.4 股价复盘：业绩增长为核心驱动

从九号公司股价复盘来看：从早期估值驱动转向业绩增长驱动。

1）九号 2020 年科创板上市后作为稀缺的机器人公司，业绩高速增长，同时市场给予较高估值；

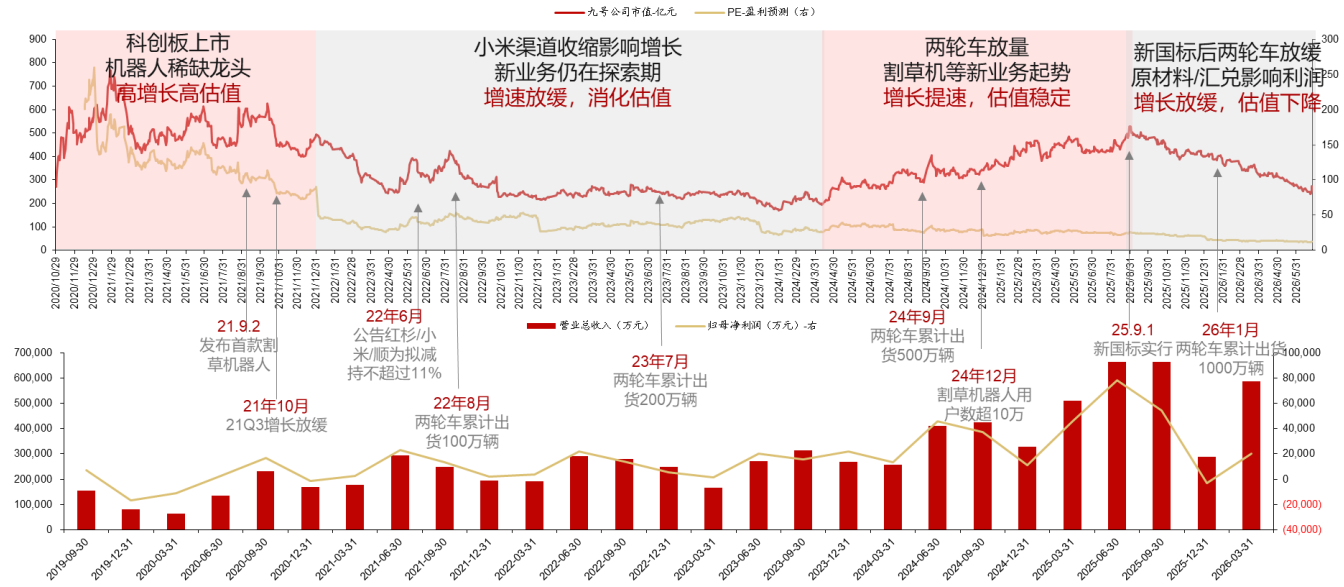
2）九号 2021 年经历了小米渠道业务调整，影响短期增长（21 年三季报增长放缓），而新业务（两轮车/割草机器人）仍在探索期，叠加前期股东（红杉/小米等）减持影响，该阶段主要是增速放缓、消化估值；

3）2024 年以来两轮车业务起量、2025 年新国标正常窗口期前进一步加速，割草机器人业务高速增长，该阶段收入和利润呈现明显增长，带动股价大涨；

4）25 年下半年以来，因担心新国标后两轮车业务发展势能、叠加原材料和汇兑影响利润率（2026 年一季度利润率承压），股价走弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13： 九号公司股价复盘



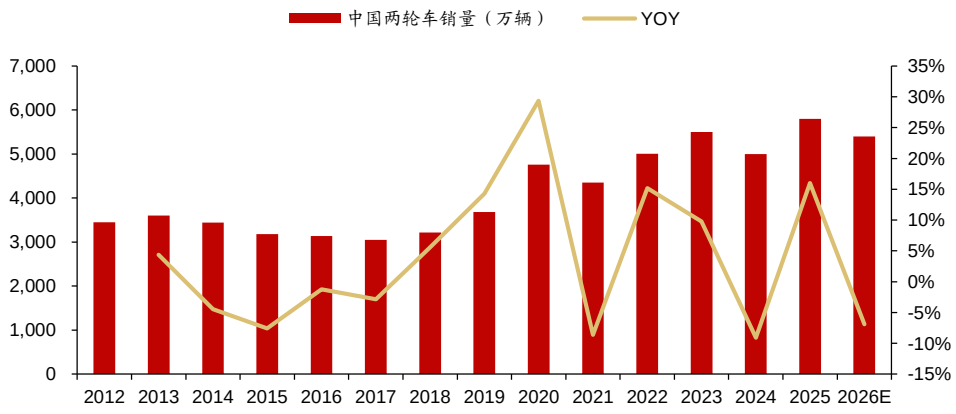
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

2 两轮车业务：智能化品牌心智凸显，抢占市场份额

2.1 两轮车市场：政策周期显著，存量结构升级

两轮车政策演变：基于发展与安全动态调整。1）1999 年发布的国家标准，是中国电动自行车行业首部强制性国家标准，核心是建立行业规则、明确法律身份（拥有路权）。2）2019 年 4 月实施的《电动自行车安全技术规范》，核心是解决旧国标失效、超标车泛滥、安全事故激增等问题。3）2025 年 9 月实施的新国标，进一步加强管理，重点强化电池安全、防火性能、充电器保护及车辆限速要求。

图14： 两轮车全国销量（万辆）及增速



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

市场销量也呈现明显的政策周期。2019-2020 年受到新国标政策、个人出行需求快速增加影响，2020 年两轮车销量 4760 万（同比+29%）。2025 年在新国标出台前需求“抢跑”，叠加以旧换新政策，2025 年两轮车销量艾瑞咨询估计为 5800 万（同比+16%）。25 年

下载日志已记录，仅供内部参考

增长主要由政策窗口期驱动，在 1-8 月新国标的窗口期市场热销，新标正式实施后市场终端出现短期观望情绪、节奏放缓。展望 2026 年，上半年市场销量有所承压，下半年需求逐渐恢复。

表2： 两轮车政策变化

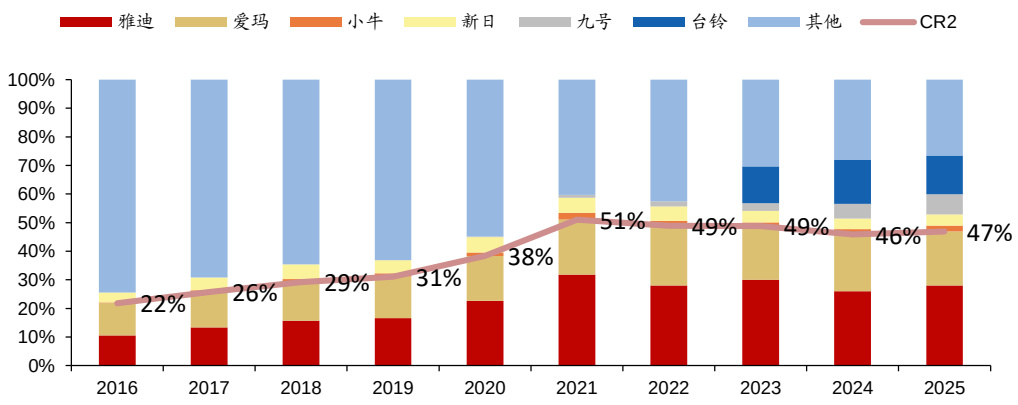
项目	25 年新国标	19 年国标	99 年国标
最高车速	不大于 25km/h	不大于 25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于 20km/h
制动性能	25km/h 时干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m；16km/h 时湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 5m。	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于 4m，湿态制动距离应不大于 15m
整车质量	铅酸电池：≤63kg 其他：≤55kg	不大于 55kg	不大于 40kg
脚踏行驶能力	仅具有电驱动功能的电动自行车，可设置脚踏骑行装置，也可不设置脚踏骑行装置	30min 的脚踏行驶距离应不小于 5km	30min 的脚踏行驶距离应不小于 7km
电动机功率	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 240W
蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V
北斗模块	商用：强制安装 非商用：消费者自选	-	-
塑料占比	电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的 5.5%。	-	-
防篡改	电池组、控制器、限速器防篡改，充电互认协同功能，电池组与充电器 / 充电设施充电时应识别相关信息并且匹配后方可充电。	-	-
一致性要求	基本要求：生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。	-	-

资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

2.2 竞争格局：新势力突围，九号领跑高价格带

两轮车品牌格局：龙头份额提升，新势力突围。2016-2021 年：雅迪和爱玛双龙头发力，加快开店和布局，持续抢占市场份额，CR2 从 2016 年的 22%提升至 2021 年的 51%。2021-2025 年：新势力突围，以九号为例，从 2021 年市占率 1%提升至 2025 年的 7%。通过聚焦高端产品与快速扩张线下门店的策略，实现了市场份额显著提升，在高端市场持续领跑。

图15： 两轮车市占率变化

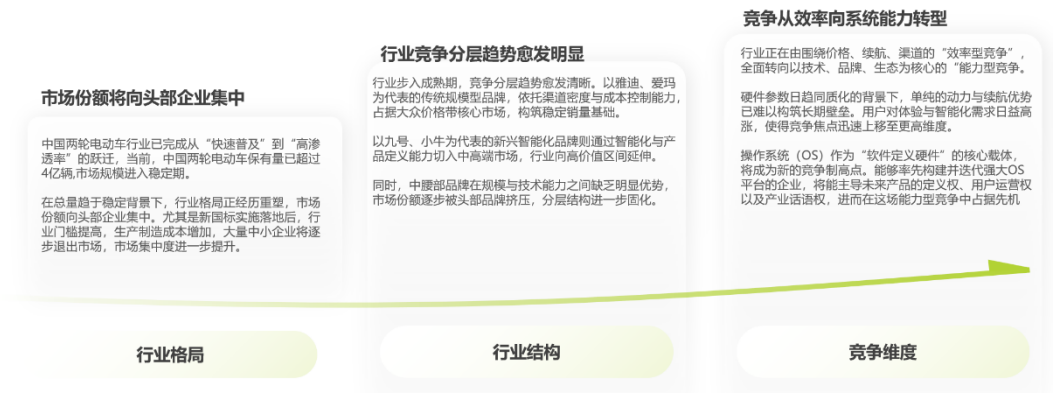


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

当前行业竞争逐渐从硬件和参数向产品体验和生态转向，例如操作系统作为核心载体，九号发布的凌波 OS 系统可以做到：①让软件体验常用常新、快速普及；②让老车硬件也能解锁新能力；③让智能周边自然融入整车交互；④实现云边端协同。硬件决定产品下限，软件决定体系上限，是构建差异化竞争力的关键路径。

图16： 两轮车竞争格局变化趋势



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

分价格带看竞争格局：中低端价格带竞争激烈，而高价格带呈现更高品牌集中度，尤其是九号在高价格带优势突出。

根据鲁大师线下调研数据，分价格带看品牌市占率发现，在 2000-4000 元主流价格带，雅迪、爱玛、台铃占据主要份额，覆盖面最广，构成行业核心销量基础，体现出传统品牌在大众市场的规模与渠道优势。

在 4000 元以上中高价格带，品牌竞争开始分化，九号、小牛、极核占比明显提升，而传统品牌在该区间市占率相对有限，高价格带呈现更高的品牌集中度，因为依靠智能化和品牌力建立起更高的粘性。

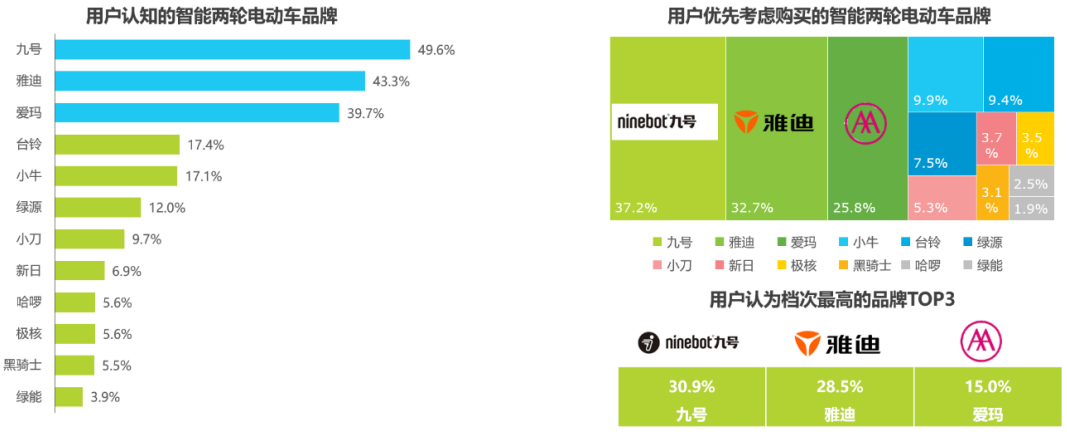
图17： 两轮车线下分价格带竞争格局变化



资料来源：鲁大师，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

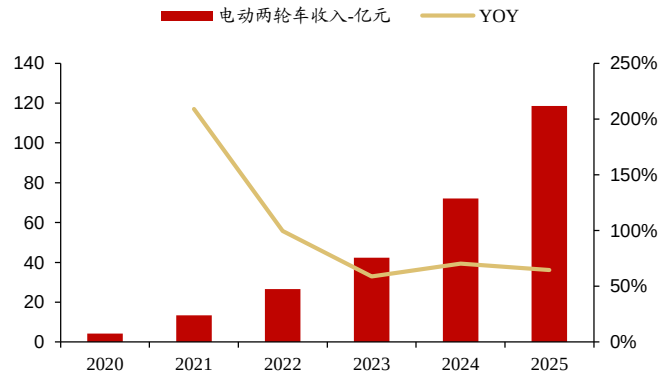
图18： 用户在智能两轮车产品选择中九号品牌认可度较高



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

两轮车行业从价格竞争向产品竞争转变，九号依靠智能化进行突围。九号公司 2020 年两轮车业务收入仅 4.32 亿元，2025 年时已经增至 118.59 亿元（同比增长+64%），实现远超两轮车大盘的增速。根据艾瑞咨询和鲁大师数据，在智能两轮电动车领域，九号品牌表现最为出色，九号已连续四年智能电动车销量第一，稳坐智能两轮电动车第一梯队。根据艾瑞咨询的消费者调研显示，九号两轮车智能化消费者心智凸显，选择占比达 49.6%；购买考虑方面，九号以 37.2%成为用户优先考虑购买的智能两轮电动车品牌。

图19： 九号公司电动两轮车收入（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图20： 智能两轮车产品销量中九号品牌领先



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

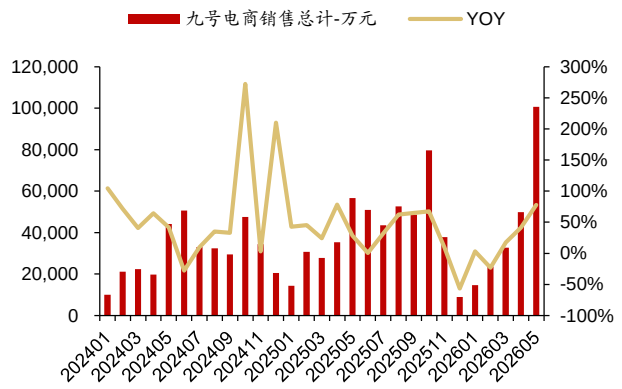
2.3 九号持续抢占市场份额，出海打开远期空间

销售旺季叠加新品发布，九号电商数据回暖明显。根据久谦电商数据（天猫+京东+抖音）26 年 5 月九号品牌销售超过 10 亿元，同比+78%（vs1-4 月分别同比+3%/-23%/+17%/+41%），销售逐月改善。分产品看，主要依靠电摩拉动，26 年 1 月-5 月电摩品类分别同比+66%/+118%/+139%/+160%/+149%；而电自逐渐改善，26 年 1-5 月分别同比-85%/-97%/-87%/-78%/+6%。根据公司官方微信号，九号 26 年 618 期间（5.6-6.21）全渠道销售额 66.5 亿元，同比增长 70%；其中线上销售额 56.7 亿元，同比增长 130%，九号位居京东/天猫/抖音销售额第一。

下载日志已记录，仅供内部参考

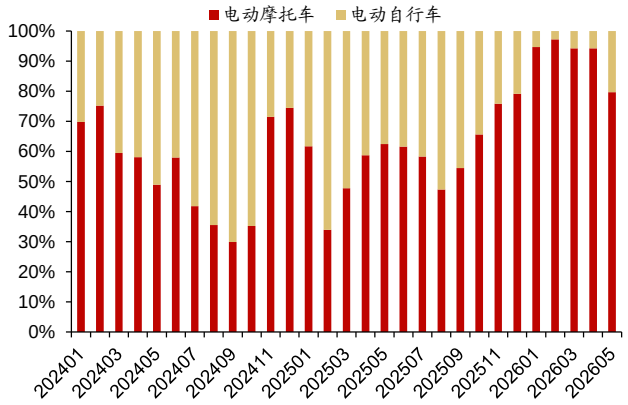
近期销售回暖除了旺季逐渐来临，还有新品爆品周期影响，例如新国标电自九号 Mz1 30 系列位居 618 期间天猫电自和抖音电自交易月榜冠军，新品 M3 系列位居天猫电摩/抖音电摩/快手电摩整车月榜三冠王。

图21： 九号两轮车电商（天猫+京东+抖音）销售额



资料来源：久谦，浙商证券研究所

图22： 九号两轮车电商（天猫+京东+抖音）分品类占比



资料来源：久谦，浙商证券研究所

图23： 九号电动两轮车 26 年 618 战报



资料来源：公司官方微信号，浙商证券研究所

国内市场空间测算：中高端化持续渗透，仍有翻倍空间。我们预计全国市场中高端占比逐渐提升，估计全国高端两轮车市场有望达到 1679 万台（台铃招股书中估计 29 年高级配置两轮车 1550 万台较为接近），假设九号高端和大众市场市占率均有所提升，预计九号潜在销售规模有望超过 1000 万台，较 25 年 409 万台两轮车仍有翻倍空间。

测算过程如下：

1）根据九号和雅迪官网和小程序统计得到分城市的网点数据，其中九号 1.1 万个网点与 25 年报中披露超过 1 万个网点较为接近，而雅迪小程序统计得到的接近 3 万网点低于 25 年年报披露的超过 4 万网点，因此我们根据统计网点占比和 4 万总数重新估计得到分城市层级的雅迪网点数。

2）雅迪和九号 25 年销量分别是 1627 万台和 409 万台，基于不同层级城市单店销售权重系数进行估计得到分城市销售规模，全国分城市销量是参考雅迪的城市分布，而全国高端和大众市场则是假设不同层级城市情况估计得到。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）基于以上数据，估计 25 年全国销量 5800 万台两轮车中有 897 万台高端两轮车（台铃招股书中估计 25 年高级配置两轮车 900 万台较为接近）。假设九号 80%销售是高端产品，估计九号在高端市场中市占率 37%，高端化优势显著。

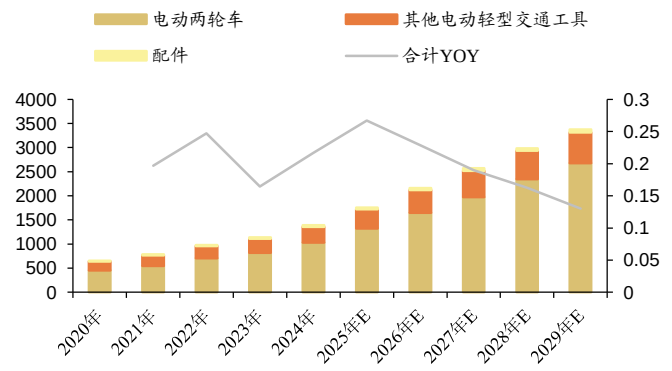
图24： 九号两轮车国内市场空间测算

家	九号门店数-爬虫	雅迪门店数-估计	雅迪-爬虫口径	雅迪-爬虫占比	九号-爬虫占比		
一线城市	1211	2280	1650	6%	10%		
新一线城市	2183	5394	3903	13%	19%		
二线城市	2347	6791	4914	17%	20%		
三线城市	2844	12821	9277	32%	24%		
四线及以下城市	3027	12714	9200	32%	26%		
总计	11612	40000	28944	100%	100%		
万台	九号销量	雅迪销量	全国销量	全国高端	全国大众	全国高端-目标	全国大众-目标
一线城市	37	86	223	111	111	156	67
新一线城市	67	204	527	211	316	316	211
二线城市	72	257	664	199	465	332	332
三线城市	87	486	1253	251	1003	501	752
四线及以下城市	92	482	1243	124	1119	373	870
总计	410	1,627	5800	897	4903	1679	4121
万台	九号高端市占率	九号大众市占率	九号高端市占率-目标	九号大众市占率-目标	九号销售合计-目标	九号高端销售-目标	九号大众销售-目标
一线城市	27%	7%	35%	15%	65	55	10
新一线城市	25%	4%	35%	15%	142	111	32
二线城市	29%	3%	35%	15%	166	116	50
三线城市	28%	2%	35%	15%	288	175	113
四线及以下城市	59%	2%	60%	15%	354	224	131
总计	37%	2%			1016	681	335

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

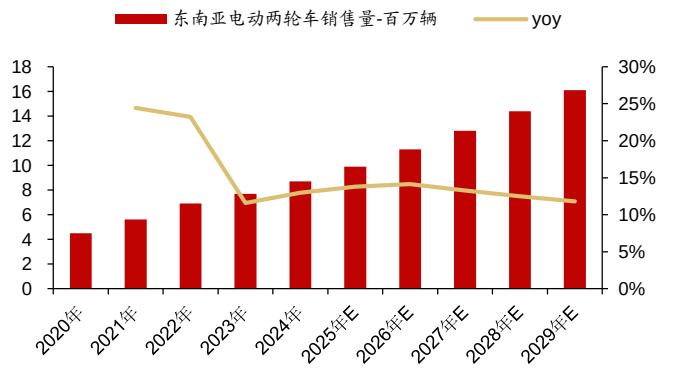
注：①九号和雅迪分城市销量是假设了不同层级城市单店销售权重系数进行估计（以三线为标准、一线给 1.75 倍、新一线给 1.5 倍、二线给 1.25 倍、四线及以下给 0.75 倍），考虑到不同层级城市人均收入水平等有差异；②九号市占率数据是假设高端产品占比 80%、大众产品占比 20%进行估计，考虑到九号产品价格带整体较高；③全国销量分城市是参考雅迪的城市分布进行估计，高端占比是分别假设一线占 50%、新一线占 40%、二线占 30%、三线占 20%、四线等占 10%，此处参考艾瑞咨询等相关调研报告，基于以上假设估计得到现在全国高端两轮车销量约 897 万台，和台铃招股书中估计 25 年高级配置两轮车 900 万台较为接近

图25： 海外电动轻型交通工具市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图26： 东南亚电动两轮车销量（百万辆）



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

东南亚两轮车在政策及油价影响下加速电动化。弗若斯特沙利文预计 2025 年海外电动轻型交通工具市场 1757 亿元（预计 25-29 年 CAGR=17.7%），其中东南亚市场在油改电政策、燃油成本上升等驱动下，电动两轮车市场增长迅速，25 年销量 990 万辆（预计 25-29 年 CAGR=12.9%）。多国政府推出明确的电动化时间表与补贴政策。例如，越南河内计划自 2026 年 7 月起逐步禁售燃油摩托车；印尼计划在三至四年内完成 1.2 亿辆摩托车的电动化改造并提供补贴；柬埔寨也将摩托电动化作为减少石油进口的重要途径。以越南电动两

下载日志已记录，仅供内部参考

轮车 vinfast 为例，2025 年两轮车销量 40.6 万辆（同比增长+473%），公司指引 26 年销量增长 2.5 倍，电摩持续渗透。

两轮车布局出海，长期带来增量空间。九号公司已完成越南全方位深度调研，1）产品方面：越南充电基础设施不完善，换电、公共充电网络不成熟，用户以家庭充电为主，公司将基于锂电长续航技术开发适配产品；2）渠道方面：一方面可与当地渠道开展合作，另一方面九号国内优质代理商可到越南市场进行本地化布局。

3 割草机器人：技术创新驱动行业快速渗透，保持高速增长

3.1 技术变革提效，催生智能割草机器人市场

技术变革极大提升产品可用性，割草机器人产品正围绕着以避障导航、割草效率为核心维度持续升级。Husqvarna 在 1995 年率先研发首台割草机器人，开启了自动化园艺工具的新纪元。在 1995-2010 年之间割草机器人技术路线仍以埋线为主。2021 年起以九号为代表的无边界智能割草机器人兴起，无需埋线可实现厘米级定位，极大提升可用性，加速行业渗透。

图27： 割草机器人产品演进



资料来源：《2025 全球智能化庭院生活报告》，浙商证券研究所

技术变革催生新的需求，割草机器人快速渗透。2024 年，全球约有 2.50 亿个庭院，有庭院的家庭每月平均需要进行 2-3 次的草坪修剪工作。割草机械作为庭院维护的重要工具，是这些家庭的刚需，全球每年约 2000 万台割草机需求。传统的手推 / 骑乘式割草机作业高度依赖人工操作，而割草机器人能够自主完成草坪修剪任务。但早期的割草机器人存在安装难度大、路径规划效率低、作业时间长等弊端。

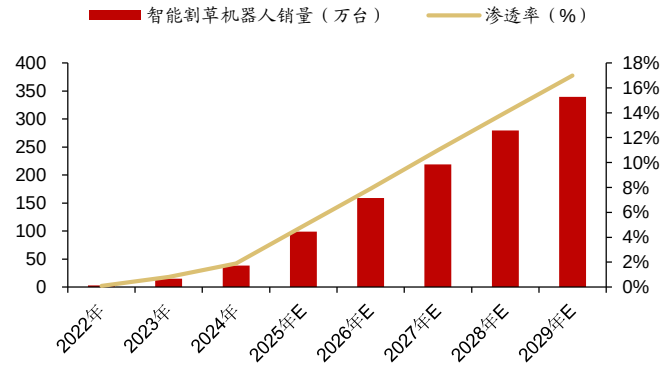
2021 年逐渐兴起智能割草机器人，具备自主建图、全域定位和自主路径规划能力，显著提高了割草工作效率。2024 年，全球智能割草机器人（无边界）的销量约为 38.35 万台，市场规模达人民币 61 亿元，在全球割草机械市场中渗透率不到 2.0%。灼识咨询预计 2029 年智能割草机器人的渗透率将达到 17%，市场规模将达到约人民币 476 亿元。

无边界智能化是主流产品。根据 IDC 数据，2025 年，全球割草机器人市场迎来爆发式增长，全年出货 199.2 万台，同比增长高达 63.8%。其中无边界割草机器人出货量达到 131.8 万台，占比跃升至 66.2%，同比暴涨 182.4%；而传统的埋线款割草机器人则出货

下载日志已记录，仅供内部参考

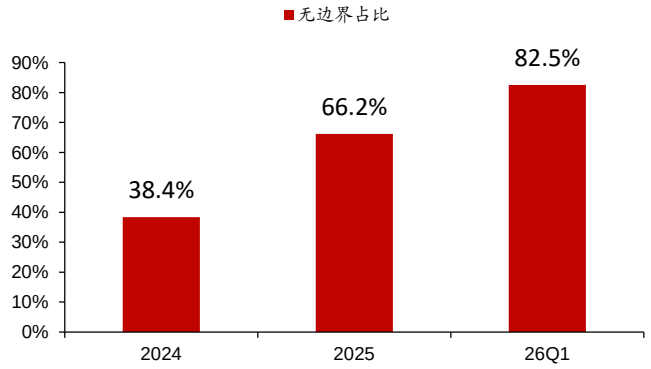
67.3 万台，同比下滑 10.1%。2026 年一季度割草机器人行业景气度高增，整体出货量同比大涨 97%，无边界激光导航机型已成市场主流，出货占比达 82.5%。

图28： 全球智能割草机器人销量（万台）



资料来源：灼识咨询，浙商证券研究所

图29： 全球割草机器人无边界产品销售占比



资料来源：IDC，浙商证券研究所

成本下降和性能提升，多种方案融合的无边界机器人成为主流。1）定位导航技术的成熟是关键基础，卫星定位、视觉导航、激光雷达等技术的成本下降和性能提升，叠加中国供应链的规模化优势大幅降低了高性能产品的制造成本，使得无边界方案从高端走向普及；2）埋线方案需要复杂的施工布线，而无边界产品极大提升产品可用性。

RTK+视觉方案是兼顾准确性和成本优势的综合方案，RTK 技术可实现厘米级定位精度，确保割草机器人精准规划路径，视觉系统补充 RTK 在遮挡环境（如树木、建筑物附近）的定位不足，提升稳定性。从近期行业新品来看，采用“RTK+视觉+激光”融合方案，进一步提升准确度。

表3： 割草机器人技术路线比较

技术路线	原理	成本	优势	劣势
UWB	通过超宽带信号飞行时间测距，多基站三角定位实现厘米级定位	高（基站依赖）	低功耗、抗干扰性强、定位精度可达厘米级	覆盖距离短，需设置较多基站，安装较为复杂
纯 RTK	接收卫星差分信号（GPS / 北斗）实时修正定位误差	中	定位精准，基站架设简单 (可网络 RTK 或单家庭基站)，对开阔草坪路径规划成熟	屋顶、大树等遮挡时易丢失卫星信号；初次使用需标定基站 / 天线位置；对于障碍物需额外传感器
纯视觉	摄像头采集环境特征，通过 SLAM 算法匹配特征点实现相对定位	低	能显著降低成本，价格低廉	对算法及芯片要求高，容易受到光照、天气等影响
RTK + 视觉融合	RTK 提供绝对定位，视觉辅助避障与信号丢失时的里程推算	中低	融合视觉避障后主动识别并避开割草路线上的障碍物，同时也能准确判断割草边界，保证了割草机器人在工作区域内安全运行。	RTK 的稳定性不高，易受环境影响，遇到遮挡物或不同的天气，就会丢定位，导致地图重建，降低使用体验。设备成本高，需要额外部署基站。
3D 激光雷达	激光束扫描生成 3D 点云，通过点云匹配与 SLAM 算法构建地图	最高	不受光线、昼夜影响：对细小障碍物 (树枝、玩具、宠物) 检测最灵敏；定位精度保持厘米级，探测距离远	成本较高，对算法要求较高

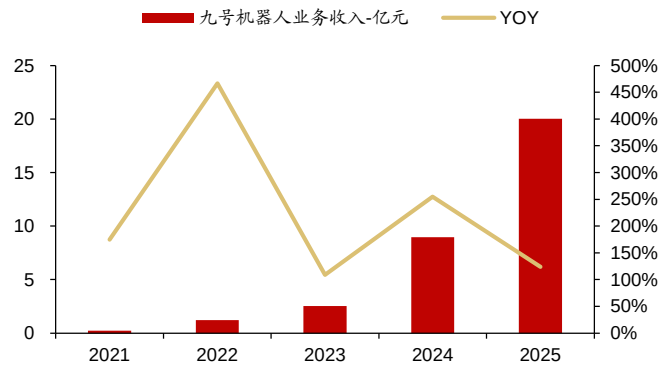
资料来源：观研天下，云岫研究，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 产品力口碑驱动，九号割草机器人市占率领先

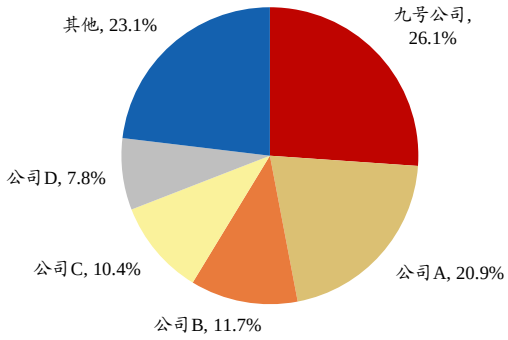
在快速增长的割草机器人市场，中国厂商市场份额领先。传统园林工具厂商在品牌认知和渠道布局上具备先发优势，但在智能化技术的快速迭代面前，这一优势正被削弱。中国厂商不仅在产品性能上实现赶超，更通过电商渠道和新兴零售模式，直接触达终端消费者，绕过传统渠道壁垒。

图30： 九号机器人业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图31： 2024 年割草机器人市场份额



资料来源：乐动机器人招股说明书，灼识咨询，浙商证券研究所

九号从 2021 年发布第一款无边界智能割草机器人、到 2026 年累计产量突破 100 万台。九号核心竞争力在于：质量稳定性＋低软件介入率（仅需少量人工干预）＋售前售后服务＋Navimow"简单易用、无忧"口碑。根据乐动机器人招股说明书，24 年九号割草机器人市占率为 26.1%，凭借高性能产品取得领先的市场份额。

表4： 割草机器人相关公司介绍

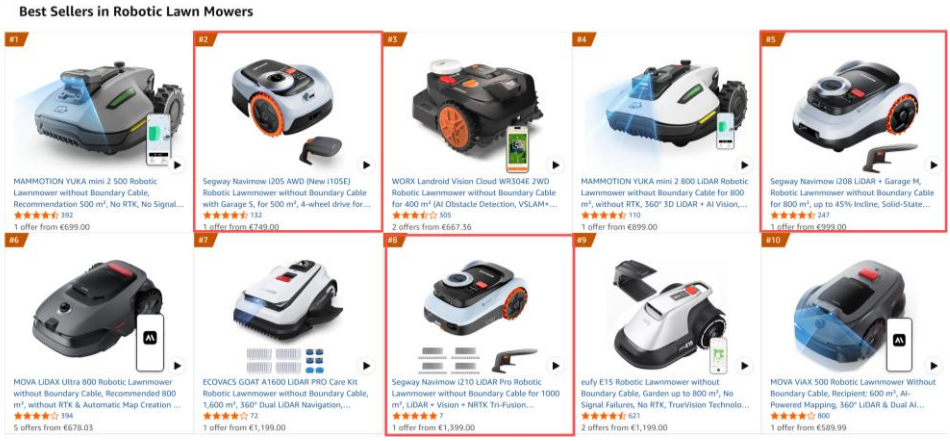
分类	公司	割草机器人业务发展历程
传统园林工具厂商	富世华	1995 年首创太阳能割草机器人，2025 年发布无边界割草机器人
	宝时得	2012 年推出埋线割草机器人，2023 年发布无边界割草机器人
	白马科技	2020 年推出第一代埋线式割草机器人，2023 年推出无边界割草机器人
新势力	九号	2021 年发布首款无边界割草机器人
	松灵	2022 年成立子品牌库犸动力（Mammotion），进入割草机器人市场
	科沃斯	2022 年发布首款割草机器人
	追觅	2024Q1 发售首款无边界割草机器人
	Mova	2024 年切入割草机器人赛道
	石头	2025 年 9 月 IFA 展发布多款割草机器人

资料来源：公司官网等，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

九号综合产品力较为突出，持续热销。以德国亚马逊为例，割草机产品热销前十位中九号占据 3 位。

图32： 德国亚马逊官网割草机产品热销榜单（时间：26 年 6 月 29 日）



资料来源：亚马逊，浙商证券研究所

产品比较来看，九号/MAMMOTION/MOVA 技术迭代较快，在处理 800 平米割草面积系列产品上均用上激光雷达+视觉混合方案，而 WORX 仍采用视觉+RTK 方案，仍有技术差距。从价格比较看，九号和 MAMMOTION 价格较为接近，具体到产品性能上，i208 可自动调节割草高度、单次充电割草面积高于 YUKA mini2 800 系列；追觅旗下 MOVA 800 系列价格力最为突出，仍以市占率优先。

图33： 割草机器人产品比较

	九号	九号	MAMMOTION	MAMMOTION	MOVA	WORX	WORX
	i208 LiDAR + G	i205 AWD+Garage S	YUKA mini 2 500+Garage Mini	YUKA mini 2 800 LiDAR	MOVA LiDAX Ultra 800	Vision Cloud WR305E	Vision Cloud WR308E
德亚-价格（欧元）	898.99	749	749	899	678	714	850.42
推荐割草面积	800 m²	500 m²	500 m²	800 m²	800 m²	500 m²	800 m²
定位系统	激光雷达+视觉	RTK+视觉	三摄AI视觉	激光雷达 + 双摄AI视觉	3D激光雷达 + AI视觉	视觉+ RTK	视觉+ RTK
驱动电机	2个后轮	三轮驱动	后轮驱动	后轮驱动	后轮驱动	两轮驱动	两轮驱动
斜坡能力	45%坡度	45%坡度	45%坡度	45%坡度	45%坡度		
割草高度	2-7厘米，自动	2-6厘米，手动	2-6厘米，手动	2-6厘米，手动	3-10 cm	3-6cm，手动	3-6cm，手动
割草宽度	22厘米	18厘米	19厘米	19厘米	20厘米	18厘米	18厘米
电池容量	5.1 Ah	2.55 Ah	4.5 Ah	4.5 Ah	4 Ah	4 Ah	4 Ah
单次充电割草面积	265 m²	125 m²	200 m²	210 m²			
							

资料来源：亚马逊，浙商证券研究所

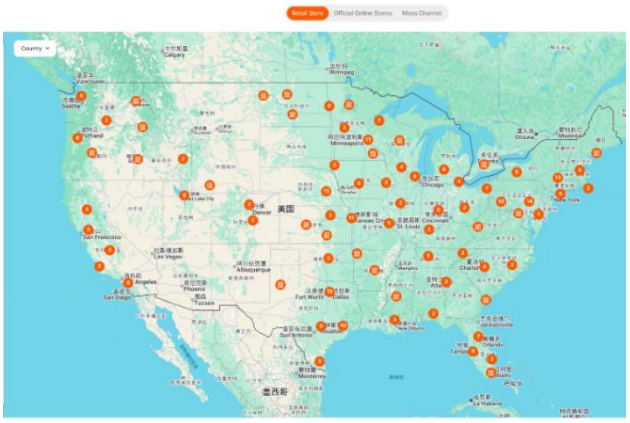
美国市场低渗透空间广阔，核心竞争力依然在于产品+服务综合体验。目前割草机器人市场主要在欧洲，根据硬氪数据，欧洲的割草机器人平均渗透率处于 10%-30%区间，在不同国家呈现出较大差异。其中在德国、北欧等高消费能力地区，智能割草机渗透率相对较高，部分国家可达 25%-30%。北美市场是割草机较大的市场（贡献了割草机近六成的全球市场份额），但割草机器人的渗透率可能不足 3%，主要因为美国的地形以及草种更加复杂、消费者认知尚未建立。

随着割草机技术成熟和劳工成本上行，割草机器人替代空间较大。根据硬氪和美国园艺协会数据，约 42%的中产家庭坚持传统的 DIY 割草方式；也有高收入群体会选择雇佣专

下载日志已记录，仅供内部参考

业的割草服务，按照墨西哥园丁单次上门费用为 50-100 美金测算，一年 25 次割草服务，费用约在 1000-2500 美元。随着割草机器人产品进一步成熟，相较传统人工割草服务价格较高，割草机器人或快速渗透。

图34： 九号公司割草机器人美国线下销售网点分布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图35： 割草机不同区域除草难度

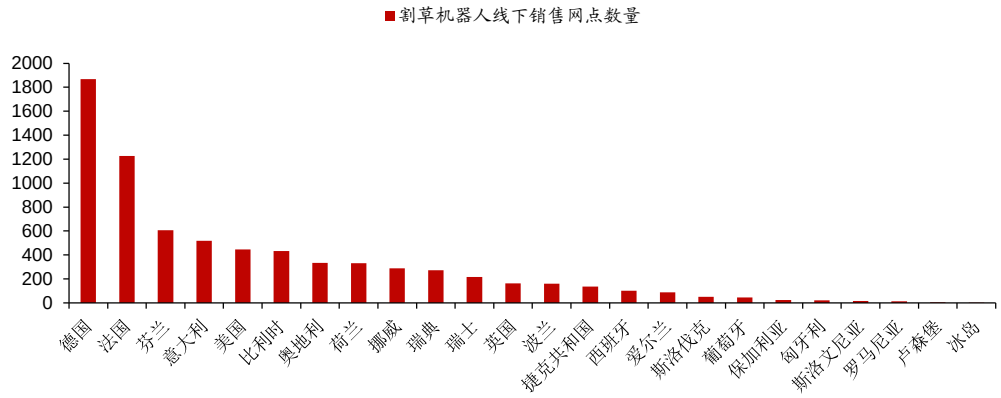
除草难度：北美 > 欧洲 > 澳洲

草种差异	美国	德国	澳大利亚
气候类型	9种	2种	6种；草多长于地中海、亚热带湿润气候
草种类型	地区差异明显，整体草高更高、更硬 如亚寒带以肯塔基兰草等耐寒草种为主，草软；温带以百慕大为主，硬度高、厚实；亚热带以圣奥古斯丁为主，生长迅速草偏软	以温带草种为主，黑麦草、细羊茅草为主；整体偏软、偏薄，除草难度低于美国百慕大草	以能适应温暖气候和耐旱的草种为主，如水牛草、结缕草等，低维护
庭院特点	草坪面积大（1000㎡=32mx32m）、分前后庭院、坡度高	精致小巧（250㎡=16mx16m）、坡度低、障碍物多（多植物和雕像喷泉等），障碍物间通道狭窄	90~600㎡不等大草坪

资料来源：《2025 全球智能化庭院生活报告》，浙商证券研究所

根据九号官网统计（截止于 26 年 6 月 24 日），目前割草机器人线下销售网点数量靠前的国家分别是德国 1868 个、法国 1227 个、芬兰 606 个、意大利 519 个、美国 447 个，积极进行铺货。例如九号已同劳氏达成合作，首批产品将率先入驻其线上销售平台，并计划逐步推进线下门店的铺货。

图36： 九号公司割草机器人线下销售网点（2026 年 6 月 24 日）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 其他：平衡车&滑板车稳健增长，全地形车、eBike 为潜力业务

4.1 滑板车&平衡车：技术&本地化运营，市占率领先

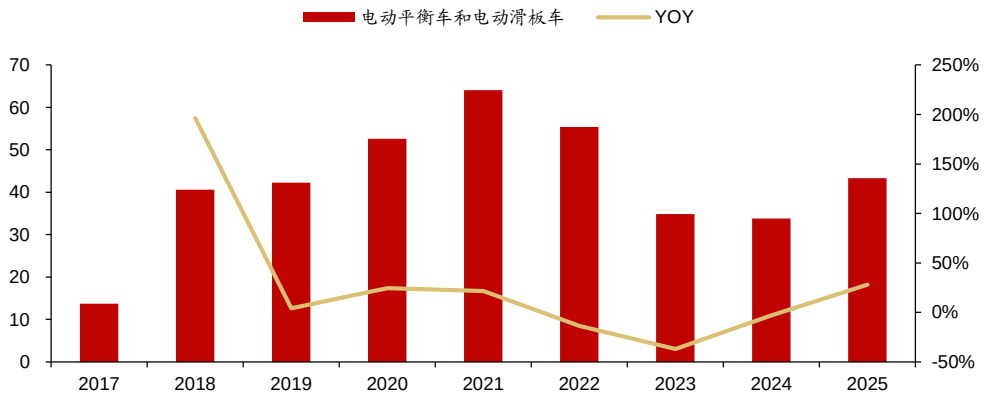
九号凭借技术优势和本地化运营能力，平衡车和滑板车市场份额领先。根据欧睿，九号公司连续三年全球电动滑板车销额第一。截至 2025 年 12 月 31 日，公司电动滑板车累计出货量超过 1500 万台。电动平衡车和电动滑板车 2025 年实现营业收入 43.29 亿元，同比增长 28.05%。

下载日志已记录，仅供内部参考

电动平衡车：整个行业正在逐渐向品牌集中和市场细分方向发展。根据 QYResearch 调研，2025 年全球平衡车市场销售额达到了 5.53 亿美元，预计 2032 年市场规模将为 7.06 亿美元，2026-2032 年期间年复合增长率（CAGR）约 3.3%。

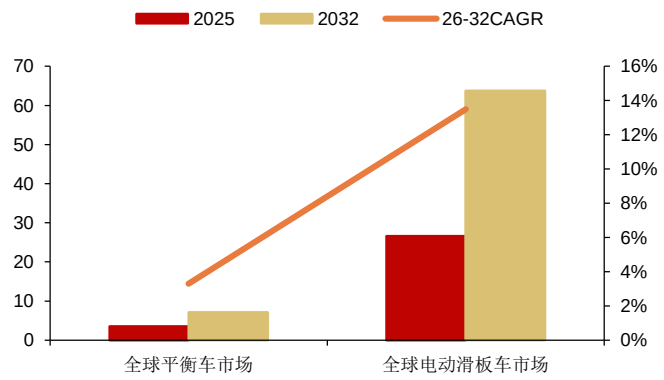
电动滑板车：成为解决短途出行及“最后一公里”痛点的重要工具，同时融合了时尚休闲的生活方式，锂电池动力顺应了全球绿色低碳转型趋势。欧美地区的普及推广、共享经济模式的持续发展为市场增长提供了有力支撑；根据 QYResearch 的统计及预测，2025 年全球电动滑板车市场销售额达到了 26.58 亿美元，预计 2032 年将达到 63.77 亿美元，2026-2032 年期间复合增长率（CAGR）为 13.5%。

图37： 九号电动平衡车和滑板车收入（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图38： 全球平衡车和滑板车市场规模（亿美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图39： 九号电动滑板车市占率领先



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

4.2 全地形车：切入高价值赛道，保持较快增长

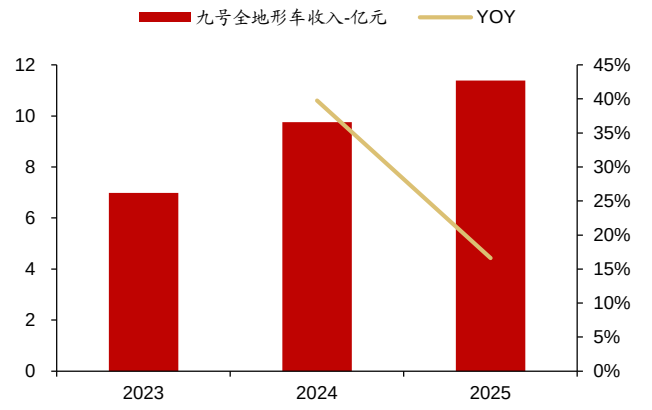
九号布局全地形车业务，切入高价值赛道。随着全球户外休闲文化的普及及核心技术的迭代升级，全地形车市场从单一功能向多功能、多场景协同发展转型。根据 Research Nester 数据，全地形车市场规模在 2026 年为 157.5 亿美元，预计到 2035 年将达到 293.9 亿美元，预测期内（2026-2035 年）的年复合增长率为 7.1%。

九号全地形车产品全覆盖（ATV、UTV、SSV）、渠道初具规模（累计销量超 10 万台），核心优势在于智能化和混合动能。2025 年九号全地形车收入 11.38 亿元，同比

下载日志已记录，仅供内部参考

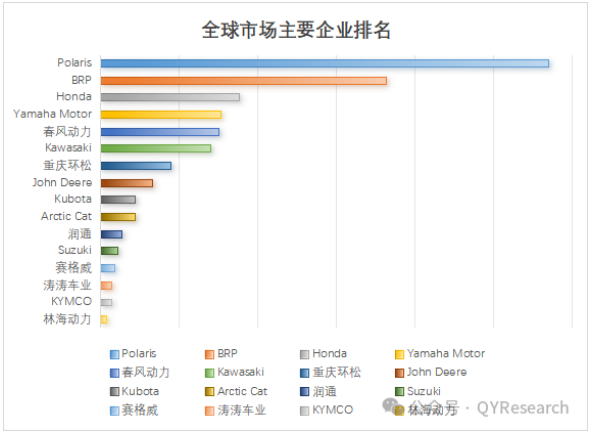
+17%。从销售跟踪来看，九号全地形车收入增速与江苏出口全地形车金额增速较为相关，九号收入 26Q1 增速为+33%，而江苏出口全地形车金额增速 26Q1/4-5 月分别为+47%/+33%，保持较快增长。

图40： 九号全地形车收入（亿元）



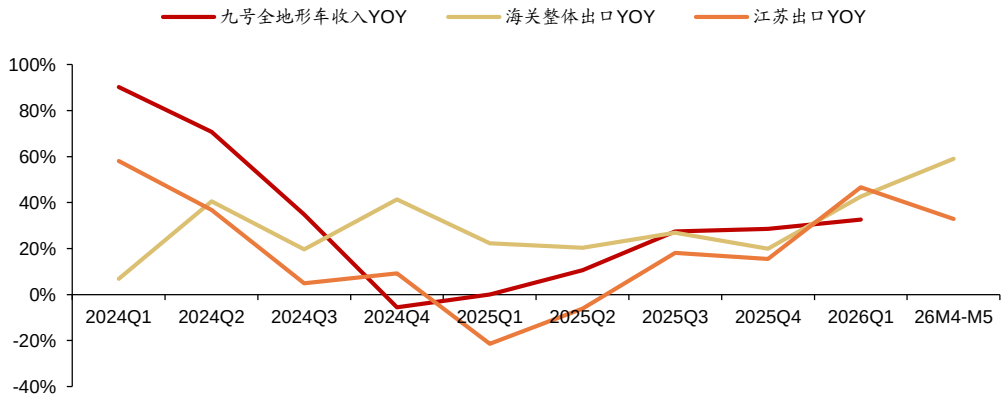
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图41： 全球全地形车竞争格局



资料来源：QYresearch，浙商证券研究所

图42： 九号、海关整体及江苏出口全地形车季度增速



资料来源：公司公告，海关，浙商证券研究所

4.3 E-bike：电助力自行车市场持续渗透，从欧洲向美国市场发力

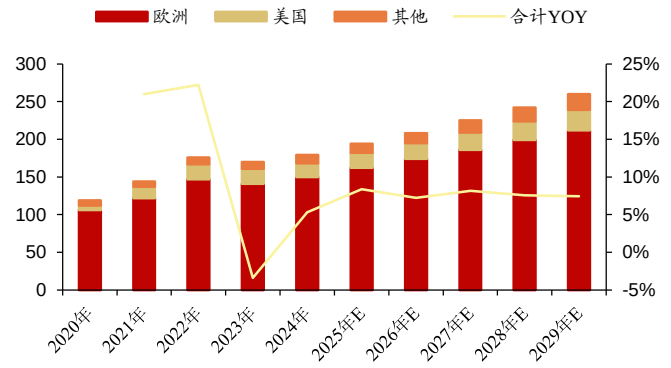
健康出行理念驱动 E-bike 自行车增长，九号依靠智能化进行突围。在欧美市场，E-bike 市场增长得益于其绿色低碳属性，以及海外用户对健康可持续生活的推崇，叠加相关政策支持。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球电助力自行车市场规模 179 亿欧元（20-24 年 CAGR=10.7%），其中欧洲市场 150 亿欧元占比超 80%（20-24 年 CAGR=9.1%）。

在德国 E-bike 占自行车总销量超 50%（根据 ZIV 数据，2025 年自行车销量约 380 万辆，其中电助力自行车约 200 万辆，占比 53%；电助力自行车均价 2550 欧元，传统自行车均价 500 欧元）。美国市场虽起步较晚，但增长潜力突出，已跻身全球第二大单一市场。

随着电池、智能网联及核心零部件技术的进步，九号 E-bike 依靠智能化、高端化打造竞争力。例如 2026 年 CES 展上，Segway E-bike Myon 和 Muxi 两款产品依托九号公司在智能化技术、AI 及物联网技术领域长期积累的优势，搭载 Segway 智驾系统，成功实现整车真智能。

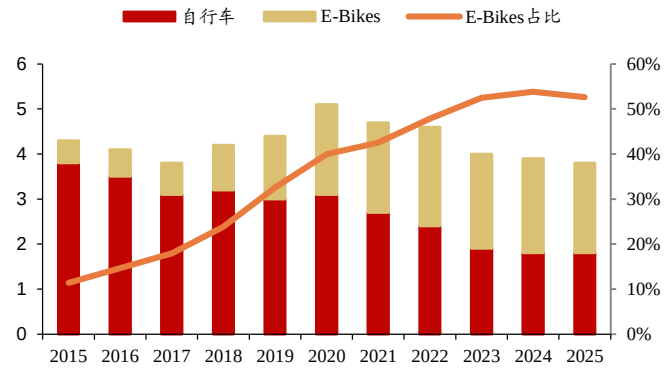
下载日志已记录，仅供内部参考

图43： 全球电助力自行车销售额（亿欧元）



资料来源：欧洲自行车产业联盟，美国能源部，弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图44： 德国电助力自行车销售占比过半（百万辆）



资料来源：ZIV，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

两轮车持续抢占市场份额，割草机器人高速增长，还有多元业务储备增长势能。我们预计九号公司 26-28 年实现营业收入 276.0/332.9/388.6 亿元，分别增长 29.7%/20.6%/16.7%；26-28 年归母净利润 19.4/26.3/33.0 亿元，分别增长 10.2%/35.7%/25.5%。

表5： 九号公司盈利预测（亿元）

亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	102.2	142.0	212.8	276.0	332.9	388.6
YOY	1.0%	38.9%	49.9%	29.7%	20.6%	16.7%
电动平衡车和电动滑板车	34.9	33.8	43.3	47.6	52.4	57.6
YOY	-37.0%	-3.1%	28.1%	10.0%	10.0%	10.0%
电动两轮车	42.3	72.1	118.6	159.5	191.4	220.1
YOY	58.9%	70.4%	64.5%	34.5%	20.0%	15.0%
服务机器人	2.5	9.0	20.0	34.4	50.5	67.6
YOY	109.1%	254.8%	123.6%	71.6%	47.1%	33.8%
全地形车	7.0	9.8	11.4	13.1	15.1	17.3
YOY		39.8%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
配件及其他产品	15.5	17.3	19.5	21.5	23.6	26.0
YOY	-14.0%	11.7%	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	25.2%	28.2%	29.6%	29.5%	30.0%	30.4%
归母净利润	6.0	10.8	17.6	19.4	26.3	33.0
YOY	32.7%	81.3%	62.2%	10.2%	35.7%	25.5%
归母净利率	5.9%	7.6%	8.3%	7.0%	7.9%	8.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

电动平衡车和滑板车：在能源成本高企背景下，受益于低碳和绿色出行理念，公司同时发展 2C 及共享出行模式，预计 26-28 年保持稳健增长。

电动两轮车：2025 年在新国标政策和以旧换新加持下，电动两轮车业务快速增长。2026 年上半年行业虽有承压，但九号凭借智能化和产品力仍在提升市占率。预计两轮车 26-28 年收入增速分别为 34.5%/20%/15%。

割草机器人：无边界割草机器人在海外仍处于快速爆发阶段，公司割草机器人技术创新领先，有望维持高速增长。预计机器人业务 26-28 年收入增速分别为 71.6%/47.1%/33.8%。

全地形车：2025 年公司发货节奏受关税影响，在美国的市场份额仍有提升空间。预计全地形车 26-28 年收入增速分别为 15%/15%/15%。

毛利率：两轮车和割草机器人在 26 年均受到原材料端影响，但高毛利率的业务占比有所提升，预计整体毛利率先稳后升。

净利率：26 年除了毛利率有所承压，还有汇兑损失影响，预计 26 年净利率相对承压，26-28 年利润率逐渐回升。

可比公司估值：两轮车龙头雅迪和爱玛估值相对较低，九号增长速度更高；参考增长更快的涛涛车业和安克创新，26 年对应 pe 在 19-22x 左右，目前九号公司 26 年 pe 仅 14.3x，具备较高估值性价比。

九号公司凭借技术及产品优势，在出行及机器人行业打造多级增长曲线，短期成本及汇兑有所承压，但长期成长路径清晰，26-28 年对应 PE 分别为 14.3x/10.5x/8.4x，给予“买入”评级。

图45： 可比公司估值

		2026/7/7	营业收入				归母净利润				PE		
		市值(亿元)	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028
1585.HK	雅迪控股	261	370.1	414.8	461.7	511.1	29.1	32.9	37.4	41.9	7.92	6.98	6.22
	YOY		31.1%	12.1%	11.3%	10.7%	128.8%	13.1%	13.5%	12.2%			
603529.SH	爱玛科技	171	249.6	272.4	304.1	331.6	20.3	21.3	24.9	27.1	8.04	6.89	6.31
	YOY		16.1%	9.1%	11.7%	9.0%	2.3%	4.8%	16.7%	9.1%			
301345.SZ	涛涛车业	271	39.4	54.7	70.6	89.1	8.2	12.3	16.5	21.5	22.07	16.40	12.62
	YOY		32.4%	38.8%	29.1%	26.2%	89.3%	50.3%	34.6%	29.9%			
688169.SH	石头科技	250	186.2	227.4	272.6	323.0	13.6	19.5	25.5	30.6	12.81	9.80	8.15
	YOY		56.2%	22.1%	19.9%	18.5%	-31.0%	42.9%	30.7%	20.3%			
603486.SH	科沃斯	300	189.4	221.2	253.3	287.0	17.6	20.7	24.4	28.5	14.50	12.30	10.52
	YOY		15.2%	16.8%	14.5%	13.3%	118.1%	17.7%	17.9%	17.0%			
300866.SZ	安克创新	613	305.1	382.6	465.7	551.9	25.5	31.9	39.3	47.1	19.19	15.60	13.02
	YOY		23.5%	25.4%	21.7%	18.5%	20.4%	25.4%	23.0%	19.9%			
	平均值										14.09	11.33	9.47
689009.SH	九号公司-WD	276	212.8	276.0	332.9	388.6	17.6	19.4	26.3	33.0	14.27	10.52	8.38
	YOY		49.9%	29.7%	20.6%	16.7%	62.2%	10.2%	35.7%	25.5%			

资料来源：wind，浙商证券研究所，九号公司来自浙商预测，其余来自 wind 一致预期，日期选取 2026 年 7 月 7 日收盘价

6 风险提示

行业竞争加剧：电动两轮车、割草机器人等赛道景气度较高，在市场快速发展过程中有更多的竞争对手加入，可能存在行业竞争加剧的风险。

国际贸易政策变化风险：公司有一定比例的收入来自出口，政策变化如加征关税等将导致公司收入及盈利能力波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

原材料价格波动风险：近期两轮车上游原材料、割草机器人所需的存储价格急涨，可能影响公司盈利能力。

消费需求不及预期：公司产品定位偏中高端，若居民消费需求不及预期，或对公司收入和利润造成不利影响。

销售规模空间预测不及预期：高端两轮车和割草机器人未来空间测算基于较多假设得到，市场发展进度可能不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**16,348**	**20,234**	**26,113**	**32,614**
现金	8,301	10,632	14,307	18,595
交易性金融资产	2,288	2,400	3,400	4,400
应收账项	1,562	2,218	2,454	2,813
其它应收款	63	90	145	137
预付账款	130	228	236	276
存货	3,166	4,116	4,931	5,718
其他	837	549	640	676
非流动资产	**5,171**	**5,100**	**5,517**	**5,979**
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	134	0	45	60
固定资产	2,005	2,307	2,587	2,855
无形资产	913	1,055	1,089	1,136
在建工程	532	570	608	633
其他	1,588	1,169	1,189	1,295
资产总计	**21,520**	**25,334**	**31,630**	**38,593**
流动负债	**13,598**	**15,589**	**19,239**	**22,906**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	7,940	10,516	12,832	15,151
预收账款	0	0	0	0
其他	5,658	5,073	6,407	7,755
非流动负债	**660**	**398**	**439**	**460**
长期借款	159	159	159	159
其他	502	239	280	301
负债合计	**14,259**	**15,987**	**19,678**	**23,365**
少数股东权益	101	105	111	119
归属母公司股东权益	**7,160**	**9,242**	**11,841**	**15,108**
负债和股东权益	21,520	25,334	31,630	38,593

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**4,444**	**2,977**	**5,261**	**5,897**
净利润	1,762	1,941	2,634	3,305
折旧摊销	208	269	371	493
财务费用	(192)	73	(176)	(236)
投资损失	(97)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	**3,758**	**1,368**	**3,216**	**3,164**
其它	(995)	(644)	(754)	(800)
投资活动现金流	**(2,434)**	**(700)**	**(1,738)**	**(1,819)**
资本支出	(1,002)	(537)	(620)	(719)
长期投资	**(134)**	**134**	**(45)**	**(15)**
其他	(1,299)	(298)	(1,073)	(1,085)
筹资活动现金流	**(774)**	**54**	**152**	**210**
短期借款	0	0	0	0
长期借款	**159**	**0**	**0**	**0**
其他	(933)	54	152	210
现金净增加额	**1,235**	**2,331**	**3,675**	**4,288**

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**21,278**	**27,598**	**33,292**	**38,856**
营业成本	14,973	19,465	23,319	27,041
营业税金及附加	132	172	207	242
营业费用	1,879	2,464	3,039	3,470
管理费用	1,190	1,380	1,665	1,943
研发费用	1,250	1,621	1,955	2,282
财务费用	(192)	73	(176)	(236)
资产减值损失	33	43	52	61
公允价值变动损益	40	(20)	(20)	(20)
投资净收益	97	30	30	30
其他经营收益	43	20	20	20
营业利润	**2,192**	**2,411**	**3,261**	**4,083**
营业外收支	(30)	(30)	(30)	(30)
利润总额	**2,161**	**2,381**	**3,230**	**4,053**
所得税	399	440	596	748
净利润	**1,762**	**1,941**	**2,634**	**3,305**
少数股东损益	4	5	6	8
归属母公司净利润	**1,758**	**1,937**	**2,628**	**3,297**
EBITDA	2,254	2,522	3,425	4,310
EPS（最新摊薄）	24.04	26.49	35.94	45.09

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	49.89%	29.70%	20.63%	16.71%
营业利润	64.91%	10.01%	35.24%	25.22%
归属母公司净利润	62.17%	10.15%	35.69%	25.46%
获利能力				
毛利率	29.63%	29.47%	29.96%	30.41%
净利率	8.28%	7.03%	7.91%	8.50%
ROE	26.06%	23.32%	24.68%	24.26%
ROIC	22.19%	19.30%	20.53%	20.19%
偿债能力				
资产负债率	66.26%	63.10%	62.21%	60.54%
净负债比率	1.70%	1.40%	1.16%	0.99%
流动比率	1.20	1.30	1.36	1.42
速动比率	0.97	1.03	1.10	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.18	1.17	1.11
应收账款周转率	16.55	14.81	14.03	14.25
应付账款周转率	5.68	5.86	5.51	5.30
每股指标(元)				
每股收益	24.04	26.49	35.94	45.09
每股经营现金	60.77	40.72	71.95	80.64
每股净资产	97.92	126.39	161.93	206.61
估值比率				
P/E	15.72	14.27	10.52	8.38
P/B	3.81	2.96	2.31	1.82
EV/EBITDA	13.27	5.94	3.02	1.18

资料来源：浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn