下载日志已记录，仅供内部参考

九号公司（689009.SH）动态跟踪

短交通+机器人，驭电而行，智能护航

2026 年 09 月 11 日

- **经营表现优异，短交通+机器人并行。**2023-2025 年公司营收三年复合增长率达 44.28%，归母净利润复合增长率达 71.47%，成长性十分出色。结构上看，公司短交通+机器人并行发力，电动两轮车是公司第一大业务板块，2025 年占比 50%+，凭借智能化产品矩阵与渠道优势仍旧实现超越行业的表现；电动平衡车与电动滑板车是公司的传统优势业务，2025 年占比 20%，其中 C 端零售业务正在加速增长，成长动能充沛；服务机器人是公司增速最快、毛利率最高的业务板块，2025 年占比 9%+，核心产品智能割草机器人正处快速放量阶段；全地形车是公司依托 Segway 品牌与动力系统技术积累拓展的新曲线，2025 年占比 5%+。
- **两轮车智能领航，国内外皆具空间。**九号电动两轮车通过智能系统构建差异化竞争壁垒，自研的 NimbleOS 整车智能系统原生搭建，软硬件深度打通，搭配丰富的硬件配置，九号两轮车产品力仍旧领跑。短期来看，电动自行车新国标开始实施，行业供给格局有望得到优化，2026 年九号新国标车型持续推出，补齐了新国标赛道各价位段与细分场景的产品空白，进一步夯实其在智能新国标电动自行车领域的竞争力；中长期来看，九号门店网络仍具备较大的扩张渗透空间，渠道增量有望成为驱动两轮车业务份额进一步提升的重要变量；此外公司已搭建出海战略，计划将越南定为两轮车出海规模化核心首站，有望享受东南亚电摩渗透红利。
- **短交通矩阵丰富，机器人方兴未艾。**公司有望继承原有智能软硬件技术积累，在机械素质&智能化塑造差异化卖点，支撑公司持续拓展短交通产品矩阵，重点关注电动滑板车电池技术升级&场景拓展，以及 E-Bike 智能化功能，而九号前期积累的 ToB 客户资源和 ToC 渠道能力，有望帮助短交通新品快速打开市场。机器人方面，割草机器人行业整体渗透率仍处于低位，中长期来看割草机器人市场仍保有广阔的发展潜力，九号是全球无边界割草机器人的技术先行者，EFLS 精准融合定位系统不断迭代更新，目前已升级至引领行业的三合一融合导航，产品力在行业内属于头部水平，未来有望跟随割草机器人全球渗透趋势，延续快速放量势头。
- **投资建议：**公司短交通+机器人业务并行，经营表现优异。电动两轮车通过智能化构建差异化竞争壁垒，门店网络仍具备较大扩张渗透空间，国内份额向上，出海战略正在搭建，远期有望享受东南亚电摩红利。短交通继承原有智能软硬件技术积累以及海外渠道积累，电动滑板车&E-Bike 产品矩阵扩张，规模快速释放。机器人渗透率向上，九号是全球无边界割草机器人的技术先行者，仍将继续放量。此外全地形车也在培育新的曲线。驭电而行，多轮驱动，智能护航，快速成长有望延续。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 18.75、27.45、35.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15、10、8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；海外贸易保护与汇率波动风险；原材料涨价风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	21,278	26,927	33,206	41,119
增长率（%）	49.9	26.5	23.3	23.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,758	1,875	2,745	3,584
增长率（%）	62.2	6.6	46.4	30.5
每股收益（元）	23.89	25.48	37.31	48.70
PE (X)	16	15	10	8
PB (X)	3.8	3.6	3.0	2.6

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 10 日收盘价）

推荐 首次评级

当前价格： 37.40 元



分析师 管泉森
执业证书：S0590523100007
邮箱：guanqs@glms.com.cn

分析师 孙珊
执业证书：S0590523110003
邮箱：sunshan@glms.com.cn

分析师 周振
执业证书：S0590526010001
邮箱：zhouzhen@glms.com.cn

相对走势



下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 经营表现优异，短交通+机器人并行 3
2 两轮车智能领航，国内外皆具空间 7
3 短交通矩阵丰富，机器人方兴未艾 11
3.1 短交通基础深厚，产品矩阵有望丰富 11
3.2 技术先行者，服务机器人方兴未艾 13
4 盈利预测与投资建议 15
4.1 盈利预测假设与业务拆分 15
4.2 估值分析 17
4.3 投资建议 17
5 风险提示 18
插图目录 20
表格目录 20

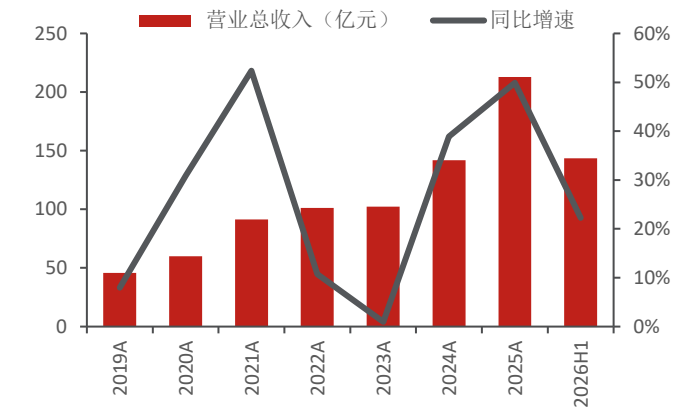
下载日志已记录，仅供内部参考

1 经营表现优异，短交通+机器人并行

九号公司（Segway-Ninebot）成立于 2012 年，总部位于北京，是全球领先的智能短交通产品及服务提供商。公司于 2015 年收购全球自平衡车发明者 Segway，奠定了在智能短交通领域的技术与品牌基础，并于 2020 年在科创板上市，成为科创板首单 CDR（中国存托凭证）企业。

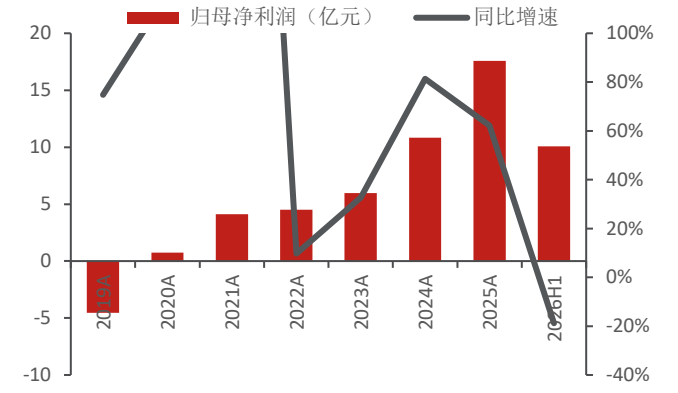
2023-2025 年，公司营业收入从 102.22 亿元增长至 212.78 亿元，三年复合增长率达 44.28%；归母净利润从 5.98 亿元增长至 17.58 亿元，三年复合增长率达 71.47%，**盈利增速显著高于收入增速，规模效应与产品结构优化持续兑现。**尽管 2026 年一季度因受汇率波动、原材料涨价影响，业绩承压，但 2026 年二季度开启改善，营收 84.88 亿元、同比+28.03%，归母净利润 8.05 亿元、同比+2.48%，**收入增速环比提速，利润端同比转正，表现超出预期，经营基本面呈现向好趋势。**

图1：2023-2025 年公司营业收入 CAGR 达 44%



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图2：2023-2025 年公司归母净利润 CAGR 达 71%



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

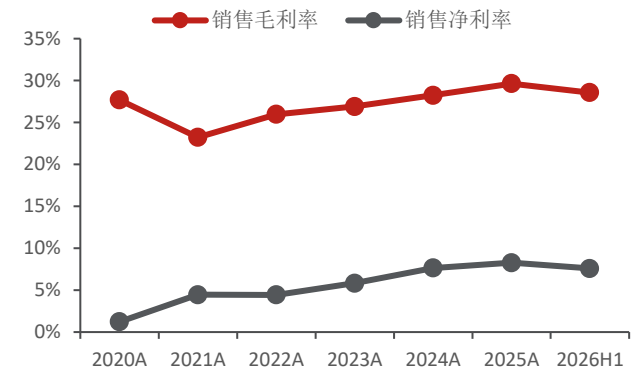
盈利能力方面，2025 年公司毛利率达 29.63%，较 2024 年提升 1.39pct，主要受益于高毛利的服务机器人业务占比提升、其他短交通产品及配件毛利率显著改善等因素；净利率也达到了 8.28%，创下新高。2026H1 受电动两轮车毛利率下滑、原材料价格上行、汇率波动影响，毛利率和净利率承压，但两轮车外其他业务毛利率皆表现出良好韧性。

现金流方面，2020-2025 年公司经营性现金流净额持续增长，2026H1 同比减少 46.14%，主要系上游原材料价格上行，备货安排及市场拓展投入增加所致。从净现比指标看，2022 年以来公司现金流质量一直较为出色。

分红与回购方面，公司 2025 年度现金分红总额 12.00 亿元（含税），占归母净利润比例 68.28%；2025 年 9 月公司注销 600 万份已回购存托凭证（占注销前存托凭证总数 0.83%），股东回报意愿强烈。2026 年 6 月，公司公告拟以 1.5 亿-3 亿元回购股份用于注销，进一步彰显对长期发展的信心。

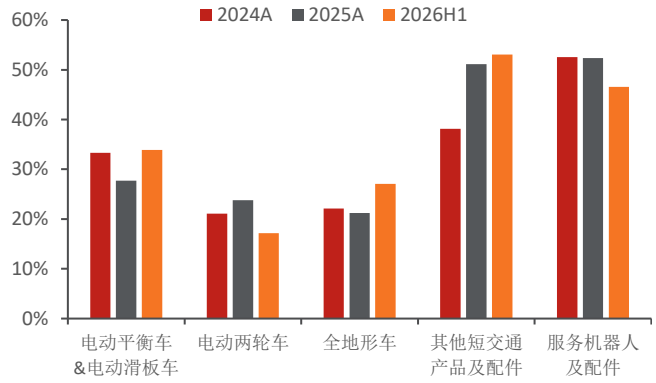
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2021 年以来公司毛利率和净利率趋势向上



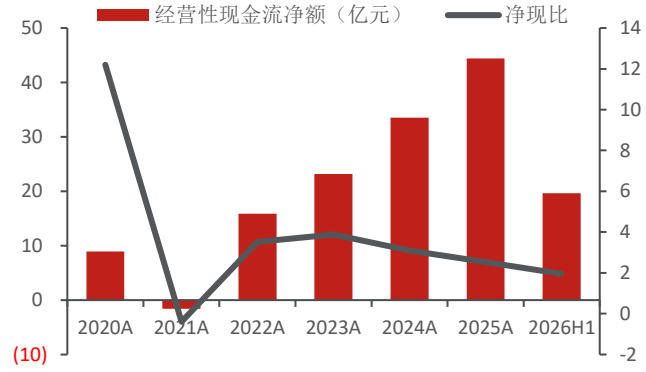
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图4：公司不同产品的毛利率对比



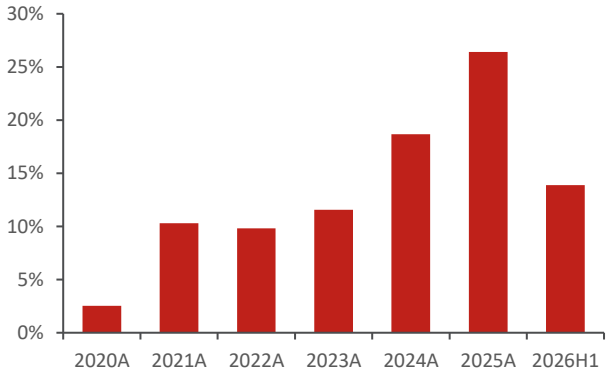
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图5：公司经营性现金流净额表现良好



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图6：公司 ROE 水平持续改善



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

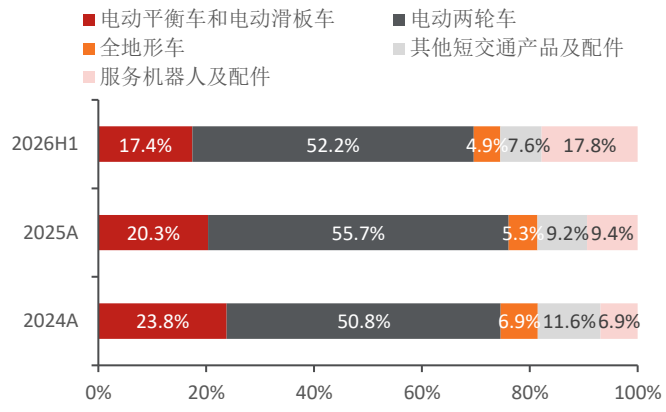
业务结构上看，短交通+机器人并行发展。经过十余年发展，公司已从最初的电动平衡车单一品类，拓展为覆盖智能电动两轮车、电动平衡车与电动滑板车、全地形车（ATV/UTV/SSV）、服务机器人（智能割草机器人等）的多元化产品矩阵。

图7：公司当前主要产品涵盖短交通和机器人



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图8：电动两轮车是公司第一大业务，占比 50%+

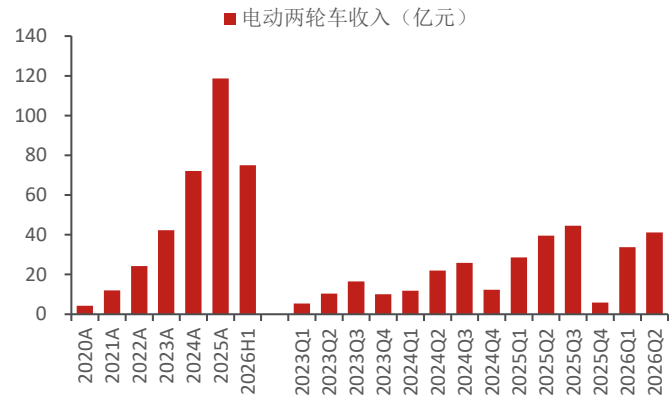


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

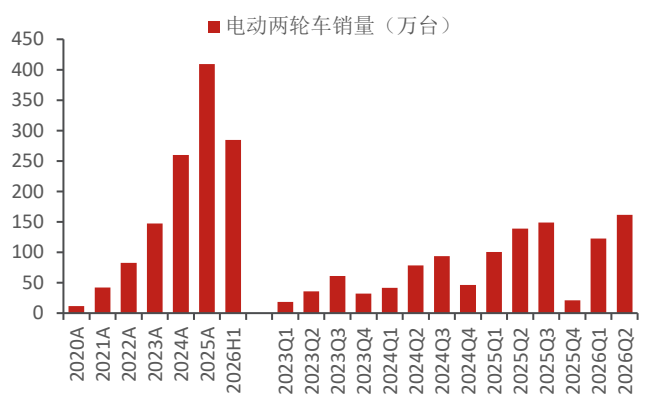
电动两轮车是公司第一大业务板块，2019 年正式入局，以"真智能"为核心差异化定位。2025 年该业务营业收入 118.59 亿元，同比增长 64.45%，占总营收比重 55.73%；毛利率 23.76%。2026H1 电动两轮车行业需求受电动自行车新国标切换影响，但公司电动两轮车业务凭借智能化产品矩阵与渠道扩张实现份额提升，收入逆势增长 9.83%，2026 年 6 月末国内专卖店数量从 2025 年底的 10080 家增至 11500+家。

图9：九号公司电动两轮车收入规模持续快速增长



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

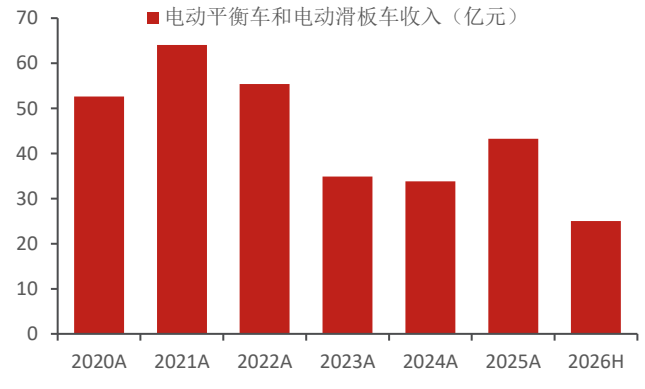
图10：九号公司电动两轮车销量规模快速扩张



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

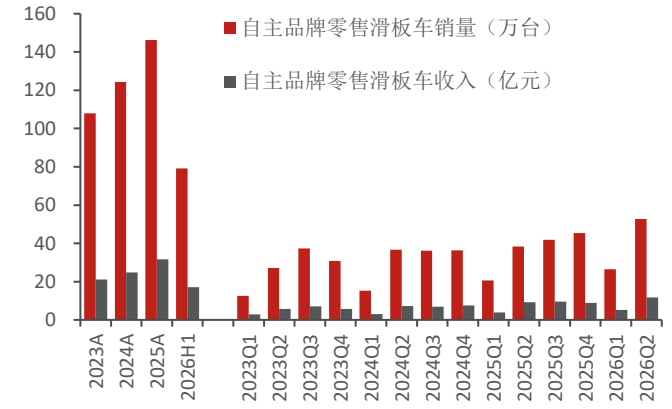
电动平衡车与电动滑板车是公司的传统优势业务，也是公司全球化布局的基石。2025 年该板块实现营业收入 43.29 亿元，同比增长 28.05%，占总营收比重 20.34%；毛利率 27.72%；2026H1 该业务收入同比增长 14.64%。其中自主品牌零售电动滑板车表现持续亮眼，2025 年收入 31.69 亿元，占电动平衡车与电动滑板车收入的 73%，同比增长 27.83%，2026H1 收入 17.04 亿元，同比增长 28.70%，相比 2025 年全年 27.83%的增速有所提速，显示 C 端零售业务的充沛增长动能。

图11：电动平衡车与电动滑板车收入 2025 年重回增长



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图12：九号自主品牌零售滑板车表现持续亮眼



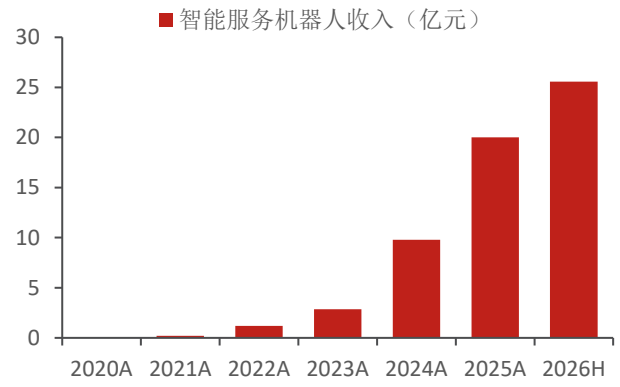
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

服务机器人是公司增速最快、毛利率最高的业务板块。核心产品为智能割草机器人（Segway Navimow 系列），由控股子公司未岚大陆运营。2025 年智能服务

下载日志已记录，仅供内部参考

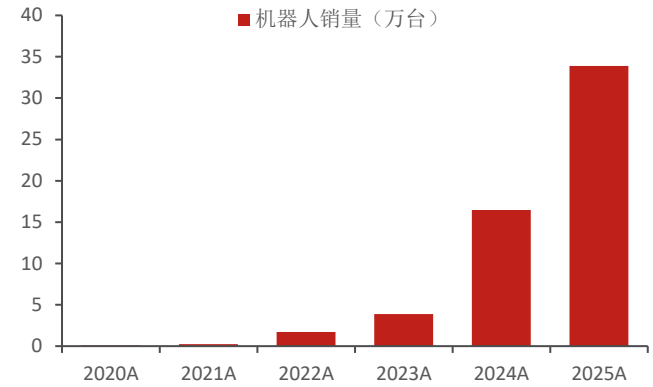
机器人业务实现营业收入 20.02 亿元，同比大幅增长 104.26%，占总营收比重 9.41%；毛利率高达 52.35%，为各业务板块最高。2026H1，服务机器人及配件收入 25.58 亿元，预计继续保持高速增长态势。2026 年 4 月公司第 100 万台智能割草机器人正式下线，机器人业务已迈入规模快速放量阶段。

图13：九号公司服务机器人业务收入快速扩张



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

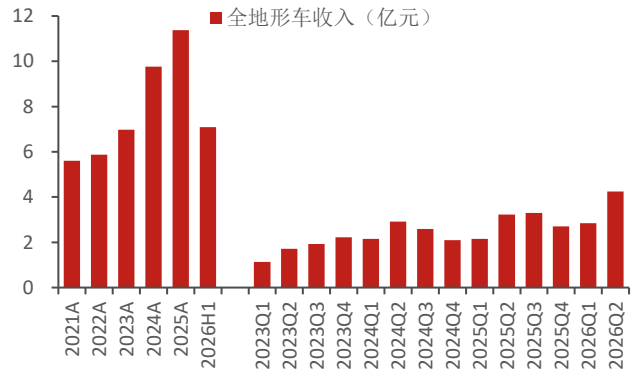
图14：2025 年九号公司服务机器人销量达到约 34 万台



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

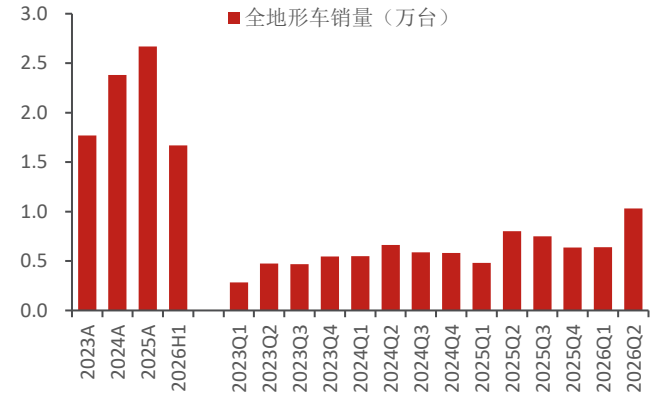
全地形车是公司依托 Segway 品牌与动力系统技术积累拓展的新的增长曲线。产品涵盖 ATV（Snarler 系列）、UTV（Fugleman 系列）、SSV（Villain 系列）三大品类，覆盖户外休闲、农场货运、赛事及复杂地形穿越等场景。2025 年该业务实现营业收入 11.38 亿元，同比增长 16.63%，占总营收比重 5.35%；毛利率 21.22%。2026H1 全地形车业务加速增长，实现销售收入 7.10 亿元，同比增长 31.90%，环比提速。

图15：九号公司全地形车收入规模快速增长



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图16：九号公司全地形车销量规模持续增长



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 两轮车智能领航，国内外皆具空间

电动两轮车产业早期格局分散，产品核心零部件均需从上游采购，且缺乏自主外形设计的公模车占据相当比例，因此企业间的产品力并未拉开绝对差距，留给新进入者较大创新空间。九号公司于 2019 年正式推出电动两轮车，在此之前小牛品牌在智能化、高端化的探索已取得佳绩，验证消费者对智能化两轮车的长期需求，因此**九号电动两轮车选择通过智能系统构建差异化竞争壁垒，自研的 NimbleOS 整车智能系统原生搭建，软硬件深度打通，一经推出便颇受追捧。**

经过多年针对智能化的深耕，公司电动两轮车搭建了完善的“真智能”系统，包括 RideyGO！™2.0、RideyFUN™智驾系统、RideyGO！AIR™、AirLock™、RideyPOWER™智能铅酸系统、ninebotSIGHT™九号 AI 视觉辅助系统、鼹鼠控™、NimbleOS™等，实现了感应解锁、自动驻车、边撑断电、车辆姿态检测、故障自检、远程车辆信息监控及持续 OTA 升级等全链路智能体验。

图17：智能化是九号电动车的差异化竞争壁垒



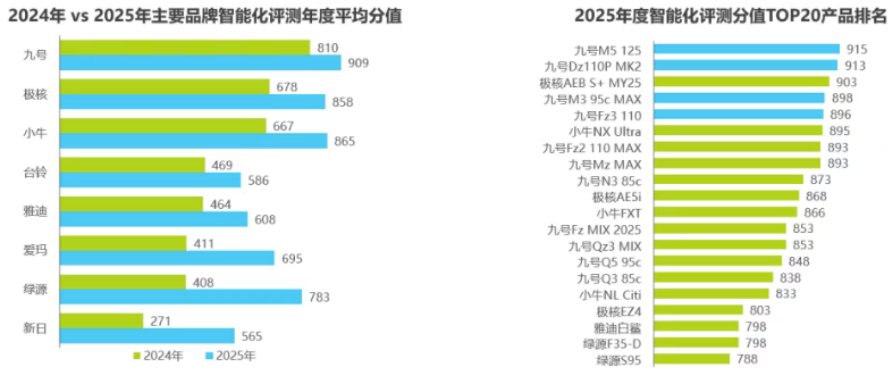
资料来源：公司官网，国联民生证券研究所

尽管友商对于智能化重视度也在提升，但九号两轮车智能功能相对更完善、软硬件适配性更优，因此产品力仍旧领跑行业。

根据鲁大师智能化评测数据，九号连续四年（2022-2025）位居鲁大师智能化评测第一；单一车型方面，2025 年公司 M5 125 和 DZ110P 分获智能化评分冠亚军。产品硬件性能方面，公司产品配置也较为丰富，比如公司搭建了鼹鼠控智能骑行辅助体系，TCS 牵引力控制系统做到了全系新车标配，配合陡坡缓降、HHC 坡道驻车、OTD 单转把模式、一键倒车、上坡辅助等功能，M3、Q5 等车型增加了双通道阀式 ABS，骑行安全得到保障。

下载日志已记录，仅供内部参考

图18：九号位居智能化评分体系榜首，多款产品成功跻身智能化评测高分行列



来源：鲁大师两轮电动车行业调研报告（2026年4月），鲁大师数据实验室，两轮电动车智能化评测体系。

资料来源：艾瑞咨询，鲁大师两轮电动车行业调研报告，国联民生证券研究所

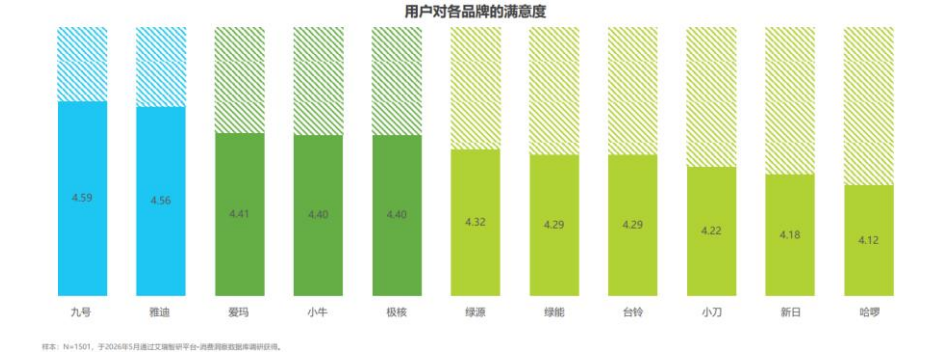
图19：公司电动两轮车配置丰富（以 2026 年车型 Mz1 30 为例）



资料来源：九号天猫旗舰店，国联民生证券研究所

凭借着领先的智能化水平和丰富的硬件配置，九号两轮车得到了消费者充分认可。比如根据艾瑞咨询数据，产品满意度调研中，九号两轮车以满意度得分 4.59 分，位居榜首，其次是雅迪 4.56 分，第二梯队是爱玛、小牛、极核；在年轻宝妈品牌喜爱度调研中，九号以 18.5%的占比位居首位；根据艾媒咨询数据，在智能新国标电动车选择调研中，九号电动 Fz 系列是年轻用户的首选车型。

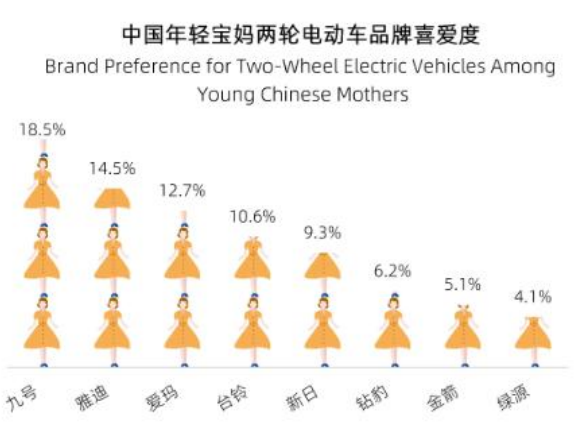
图20：产品满意度调研中，九号两轮车位居榜首



资料来源：艾瑞咨询，国联民生证券研究所

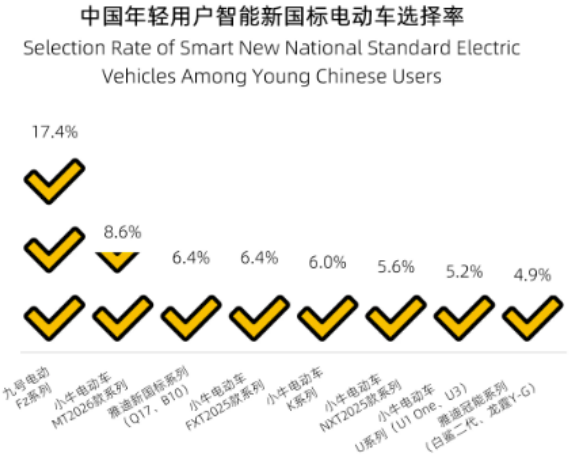
下载日志已记录，仅供内部参考

图21：九号电动两轮车最受年轻宝妈喜爱



资料来源：艾媒咨询，草莓派数据调查与计算系统，国联民生证券研究所

图22：九号是年轻用户新国标电动车首选



资料来源：艾媒咨询，草莓派数据调查与计算系统，国联民生证券研究所

短期来看，电动自行车新国标开始实施，行业供给格局有望得到优化。电动自行车新国标（GB 17761-2024）于 2025 年 9 月 1 日起实施，我们认为新国标将推动两轮电动车行业进入高质量发展新阶段，标准不仅将加速尾部电动车企业市场出清进程，更促使行业格局向“强者愈强”方向调整迈进，企业在产品设计、生产制造及强制性认证等环节所面临的合规成本增加将使大量中小企业逐步退出市场，能够持续推出适配新国标产品的龙头企业，有望享受到供给端格局优化的红利。

对于九号而言，2026 年公司新国标车型持续推出，产品矩阵基本补齐，进一步夯实其在智能新国标电动自行车领域的竞争力。针对新国标，今年九号持续完善新国标电动自行车布局，集中落地 Qz、Mz、Fz 系列多款新车，其中 Qz1、Qz3 主打年轻时尚个性通勤，Mz1、Mz3 为大踏板家用新国标车型，Fz2、Fz3 侧重长续航与硬核城市玩乐通勤。随着上述新品陆续上市，九号补齐了新国标赛道各价位段与细分场景的产品空白，完整的产品矩阵已经成型，新国标产品拼图基本补齐。

表1：电动自行车新国标对产品设计、生产制造、强制性认证提出了更高的要求

类别	新国标变化	电动自行车产品成本影响
车架车身	企业需具备车架自制能力；限制塑料≤5.5%，需用更贵材料	显著增加：生产升级分摊约+60 元/辆；材料升级：约+30~50 元
三电系统	电池：锂电符合新强标；防篡改要求提高。控制器：互认协同，软硬件更复杂。电机：参数更严，防超速	明显增加：电池约+10~50 元；控制器约+15~25 元；电机约+5~10 元
电子电气	北斗 / 通信模块（经营性强制，个人可选需预留）	明显增加：约+40~60 元
制动悬挂	提升制动性能，缩短制动距离	略微增加：约+10~20 元
合规认证	3C 认证费用上涨；铭牌需标注建议使用年限	略微增加：认证分摊约+8 元/车型；标识约+5~10 元
其他部件	脚踏：不再强制；后视镜：鼓励安装	略微减少：节省脚踏-10~25 元；加后视镜+10~15 元

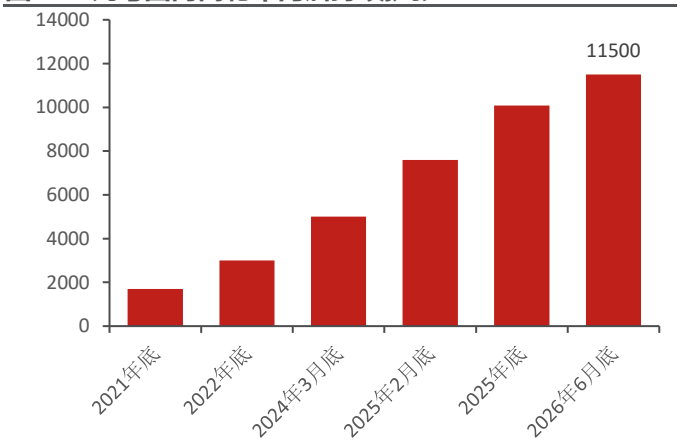
资料来源：艾瑞咨询，案头研究，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中长期来看，九号渠道增量有望成为驱动两轮车业务份额进一步提升的重要变量。近几年九号持续推进线下渠道建设，电动两轮车专卖门店规模稳步扩张，不断提升市场覆盖广度，强化终端的产品体验、交付及售后服务能力，更好地触达与服务终端消费群体。但对比雅迪、爱玛等行业头部竞争对手，公司线下门店的总体数量仍存在显著差距，2025 年末九号两轮车门店数 10080 家，雅迪销售网点超过 40000 个，与之相比，九号在县域、乡镇市场网点布局仍较为薄弱。随着公司持续向下沉市场拓展，门店网络仍具备较大的扩张渗透空间。

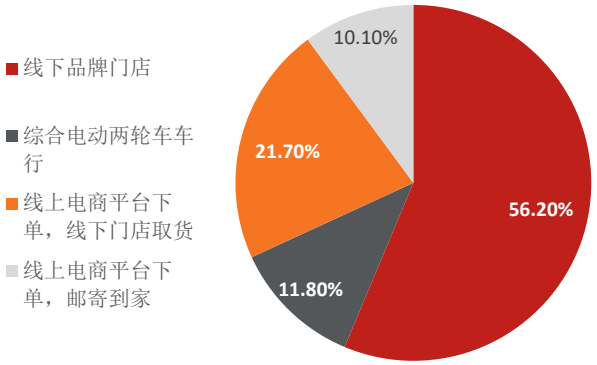
此外值得关注的是，相比友商比如雅迪的两轮车出海，公司布局相对较晚，不过公司已搭建出海战略，计划将越南定为两轮车出海规模化核心首站，品牌将采用 Segway 品牌，公司已于 2026 年 3 月组建专项团队赴越南完成全方位深度调研，前期用户调研、产品定位工作已基本完成，将采用中＋越双体系搭建渠道，前期产品全部自研，考虑到公司在国内市场已经得到验证的优秀产品力，公司后续有望在越南及其余东南亚地区的摩托车油改电趋势中，收获海外业务增量。

图23：九号国内两轮车门店持续扩张



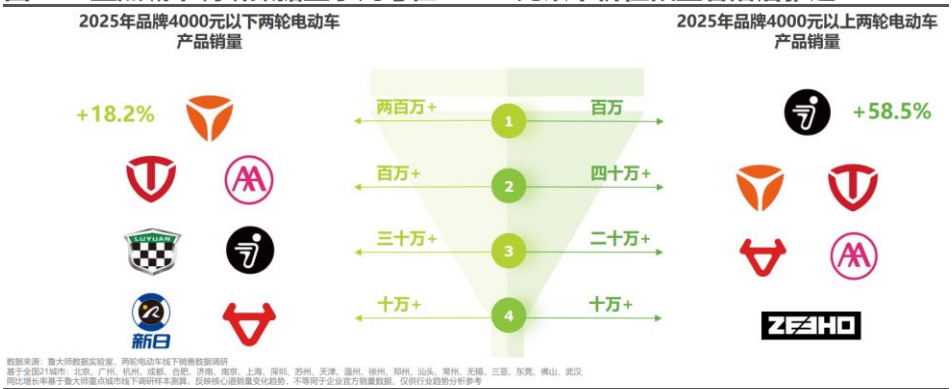
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图24：两轮车线下品牌门店是用户主流的购车方式



资料来源：艾瑞咨询，国联民生证券研究所

图25：重点城市调研数据显示九号在 4000 元以下价位段显著落后雅迪



资料来源：艾瑞咨询，鲁大师数据实验室，国联民生证券研究所（数据来源为基于全国 21 城市的线下调研销售数据）

下载日志已记录，仅供内部参考

3 短交通矩阵丰富，机器人方兴未艾

3.1 短交通基础深厚，产品矩阵有望丰富

九号公司在电动两轮车、电动滑板车领域长期深耕，在软硬件方面积累了扎实的底层技术储备，我们认为公司有望继承原有智能软硬件技术积累，在机械素质&智能化塑造差异化卖点，支撑公司持续拓展短交通产品矩阵。

表2：公司在平衡车、滑板车、两轮车赛道积累了众多核心技术

序号	核心技术名称	应用产品
1	自平衡控制技术	电动平衡车、电动两轮车
2	高可靠双重保护电池管理技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列
3	超宽带无线定位技术	电动滑板车
4	高精度低成本永磁同步电机驱动技术	电动平衡车、电动滑板车、电动两轮车、机器人系列
5	电动两轮车智能系统	电动两轮车
6	智能骑行辅助系统	智能共享滑板车
7	长续航技术	电动两轮车、电动平衡车、电动滑板车
8	FindMy 定位查找技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车
9	鼹鼠控算法	电动两轮车、电动滑板车
10	多媒体及来电显示、控制技术	电动滑板车、E-bike、电动两轮车
11	RideyPower 智能铅酸和碳晶电池	铅酸电池电动两轮车
12	轮毂电机-极限定子可变磁路	电动两轮车
13	Turbo 充电技术	电动滑板车、E-bike
14	跨手机侧操作平台蓝牙 SDK	九号全系 APP 和全系设备蓝牙模块
15	扭转橡胶减震	电动滑板车
16	AXC 系列车架	电动两轮车
17	Figma2NimbleOS	彩屏仪表全系列
18	轻量化滑板车一体化电控算法平台	电动滑板车
19	仪表皮肤框架	彩屏仪表全系列

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

首先电动滑板车后续 C 端产品创新不容小觑。根据 Global Growth Insights，九号（Segway-Ninebot）电动滑板车 2025 年全球份额大约 18%，大约位居第一；截至 2026 年 6 月底，公司电动滑板车累计出货量超过 1600 万台，前期产品已经完成市场长期检验，参考当前新品方向，我们判断后续电动滑板车电池技术升级和应用场景扩展均值得关注，强化 C 端增长动能。

技术升级方面，2025 年 Max G3 系列凭借行业首创的内置+外置双电池 2.5 小时超快充满电技术、车载智能屏与全方位智能防护功能，荣获 2025 全球出海好物金奖与金芦苇工业设计奖，并获德国、法国顶级媒体高度评价。**场景拓展方面，**新品 ZT3 Pro 是首款 SUV 滑板车，显示公司向越野、户外等新场景的拓展信号，该产品也登顶了欧洲 600 欧元以上价位段销量/销售额榜首。

下载日志已记录，仅供内部参考

图26：九号 Max G3 电动滑板车充电时间大幅缩减



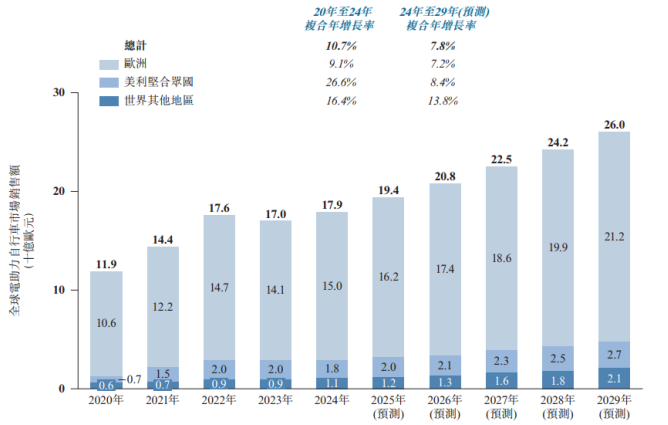
	MAX G3	ZT3 Pro	F3
	滑板车	滑板车	滑板车
典型续航	40km	约38km	约40km
节能模式ECO	50km	51km	55km
标准模式D	40km	约38km	约40km
运动模式S基础	30km	--	--
运动模式S极速	25km	--	--
防护等级	IPX6	IPX5	IPX6
充电时间	约3.5h，双充约2.5h	8h	约6h

资料来源：公司官网，亿邦动力，国联民生证券研究所

其次，E-bike 电助力自行车有望借助公司的智能化技术积累，成为九号短交通赛道重要新品类。早期公司推出过验证型 E-bike 产品，用于测试不同细分市场的用户反馈，2026 年面向更广泛消费者的量产型产品已陆续推出，并结合公司在电动滑板车和电动两轮车上的智能化能力，将无钥匙解锁、App 互联、智能交互等功能下放到 E-bike 产品中。

比如年初 CES 展九号发布两款面向 C 端用户的全新 E-bike 产品 Segway E-bike Myon 和 Segway E-bike Muxi，Myon 主要面向通勤及休闲场景，获得 2025 年 iF 设计奖，MUXI 主要面向日常出行和载人载物场景，其搭载 716Wh 电池，采用后置 750W 轮毂电机，峰值扭矩 80Nm，最高时速约 32km/h，智能化方面支持 Apple FindMy 查找、OTA 无线升级、GPS 定位、智能防盗 Airlock（靠近解锁、离开自动上锁）、导航、家庭共享等订阅功能。

图27：全球 E-bike 规模有望在 2029 年达到 260 亿欧元



资料来源：Radvance Cayman Limited 招股说明书，欧洲自行车产业联盟(CONEBI)，美国能源部，弗若斯特沙利文，国联民生证券研究所

图28：欧洲 E-bike 行业格局中度分散，存在机会

按銷售量計的歐洲前五大
電助力自行車公司排名及市場份額，2024年

排名	電助力自行車公司	電助力自行車公司的銷售量（千輛）	市場份額（%）
1	A公司	662.5	11.8%
2	B公司	398.9	7.1%
3	C公司	349.3	6.2%
4	D公司	281.0	5.0%
5	E公司	211.1	3.8%
	前五	1,902.8	33.9%
	總計	5,600.0	100.0%

资料来源：Radvance Cayman Limited 招股说明书，国联民生证券研究所

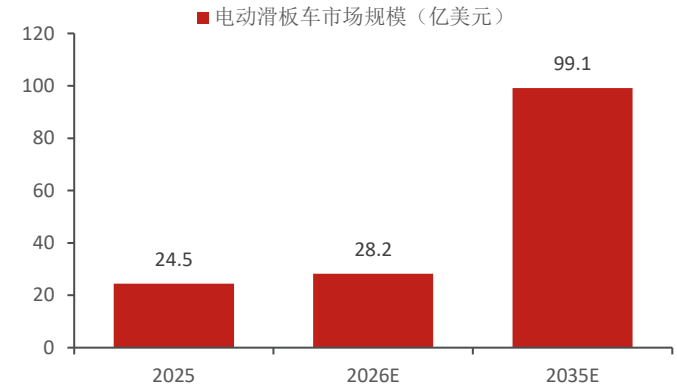
渠道方面，参考 Global Growth Insights 预测数据，全球电动滑板车市场仍将快速增长，其中 ToC 与 ToB 皆占据重要地位，九号前期积累的 ToB 客户资源和 ToC 渠道能力，有望帮助电动滑板车及 E-bike 短交通新品快速打开市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

ToB 方面，九号电动滑板车在欧洲 ToB 领域占据领先地位，主要向 Tier、Voi、Whoosh、Swing 等全球共享微出行运营商提供电动滑板车，客户资源丰富；此外 E-Bike 在共享领域也在取得客户突破，Segway 共享 E-bike B200 实现轻量化、高可靠性等突破，目前在巴黎共享电动自行车车队中占比高达三分之二。B 端客户持续积累，有望支撑更多短交通共享产品收获 B 端订单。

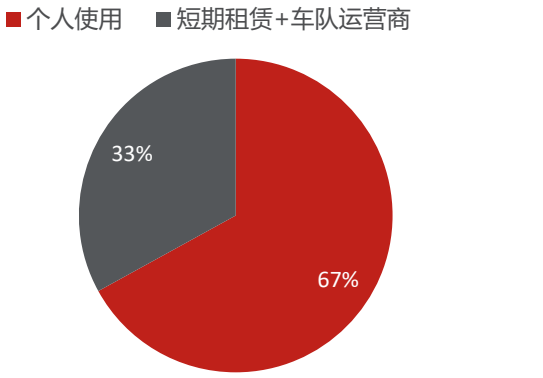
ToC 方面，公司电动滑板车产品已经覆盖德国、法国、西班牙、澳大利亚等多个国家主流销售渠道，涵盖 Walmart、Costco、Target、BestBuy、Sam'sClub、Scheels、MediaMart、Euronics、Fnac&Darty、Big5、OBI、Bauhaus 等全球知名 KA 卖场连锁商超及各类专业门店，部分国家的市场占有率超过 50%。

图29：全球电动滑板车市场仍将快速增长



资料来源：Global Growth Insights，国联民生证券研究所

图30：ToC 与 ToB 皆占据重要地位



资料来源：Global Growth Insights，国联民生证券研究所

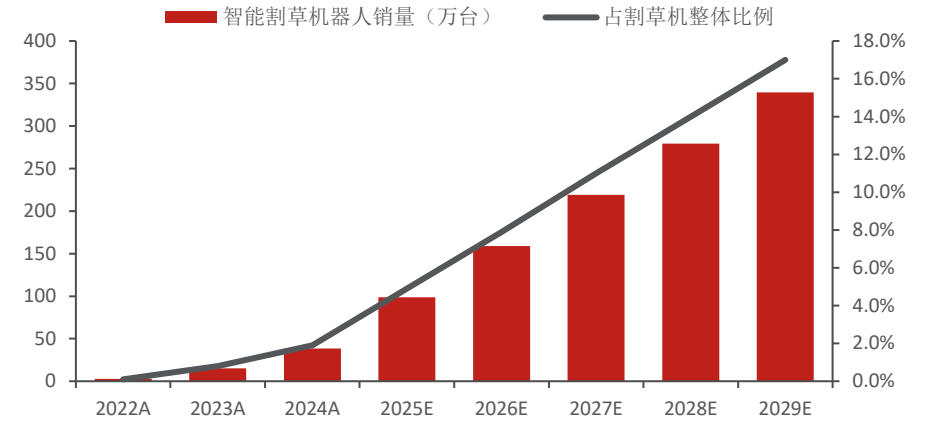
3.2 技术先行者，服务机器人方兴未艾

九号公司切入的割草机器人赛道，长期具备充足增长空间。伴随全球庭院养护自动化需求提升、劳动力成本持续上行，户外智能设备替代人工成为明确趋势；同时技术迭代推动割草机器人成本下探、智能化与避障能力持续优化，适用场景从大户型草坪逐步向中小庭院延伸。目前行业整体渗透率仍处于低位，中长期来看割草机器人市场仍保有广阔的发展潜力。

参考乐动机器人招股书中的灼识咨询数据，智能割草机器人从 2022 年的约 2.9 万台增长到 2024 年的 38 万台，占割草机整体销量比例从 0.1%提升至 1.9%，预计 2024-2029 年智能割草机器人的销量复合增速将达到 55%，销售量将达到约 340 万台。另外 IDC 数据显示 2025 年无边界割草机器人出货量达到 131.8 万台，同比增长 182.4%，同样验证智能割草机器人行业正处于高速增长通道当中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图31：智能割草机器人预计未来仍将呈现高速增长



资料来源：乐动机器人招股说明书，灼识咨询，国联民生证券研究所

2021 年公司控股子公司未岚大陆推出全球首款集成 RTK（实时动态定位）技术的 Segway Navimow H 系列割草机器人，实现厘米级导航定位精度，搭配视觉围栏与智能避障技术，使机器人无需埋设物理边界线即可精准作业，从根本上解决了传统割草机器人安装繁琐、适用场景受限的痛点。最新的 H2 系列搭载 EFLS™ LiDAR+ AI 三重融合导航系统，三项技术协同，不需要埋边界线、无需外置 RTK 天线（Network RTK），而这种三合一融合技术相比其他技术而言，融合了多种导航技术的优势，我们判断未来也有望成为行业的主流方案。

由此可见，九号是全球无边界割草机器人的技术先行者，EFLS（Exact Fusion Locating System）精准融合定位系统不断迭代更新，产品力在行业内属于头部水平，未来有望跟随割草机器人全球渗透趋势，延续快速放量势头。

图32：割草机器人不同导航技术路线对比

类型	原理	优势	劣势
埋线式	在草坪下埋设低压通电导线，机器人通过检测电磁信号判断边界;机内陀螺仪+随机/半规划算法行走	技术成熟、硬件简单、成本最低;不受天气、光线影响	安装费用高，随机路径效率较低，边界修改困难
RTK	机器人+基站共同接收卫星信号，实时求差实现厘米级定位;配合电子围栏/弓形规划	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
视觉	利用摄像头采集的图像数据，结合算法进行实时感知定位、避章和路径规划	成本较低，可精准避障，使用简单	对算法及芯片要求高，容易受到光照、天气等影响
激光雷达	360°激光雷达实时扫描生成点云，用3D-SLAM直接定位并建图	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
UWB(超宽带)	通过发送极窄、极低功率的脉冲来通信和测距	低成本、低功耗、抗干扰性强、定位精度可达厘米级	覆盖距离短，需设置较多基准站，安装较为复杂

资料来源：观研天下整理，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

（1）电动两轮车：公司产品力领先，且后续渠道仍有进一步扩展空间，国内份额预计逐步提升；此外公司已搭建出海战略，有望享受东南亚电摩渗透红利；综上，预计 2026-2028 年公司电动两轮车业务收入增速分别为+20%、+20%、+20%；毛利率短期受到成本上涨和价格补贴影响，预计后续走势稳定，预计 2026-2028 年电动两轮车业务毛利率为 20%、20%、20%；

（2）电动平衡车和电动滑板车：电动滑板全球市场仍在扩张，公司电动滑板车 C 端零售业务正在快速增长，成长动能充沛，B 端业务有望保持稳健扩张；预计 2026-2028 年公司电动平衡车和电动滑板车收入增速分别为+15%、+15%、+15%；受益于高毛利的 C 端业务放量，2026 年毛利率提升明显，预计后续稳定，预计 2026-2028 年电动平衡车和电动滑板车业务毛利率为 32%、32%、32%；

（3）服务机器人及配件：割草机器人行业整体渗透率仍处于低位，仍保有广阔的发展潜力，九号产品力在行业内属于头部水平，未来有望跟随割草机器人全球渗透趋势，延续快速放量势头，预计 2026-2028 年公司服务机器人及配件收入增速分别为+85%、+40%、+40%；毛利率短期受成本涨价影响，预计后续走势稳定，预计 2026-2028 年服务机器人及配件业务毛利率为 46%、46%、46%；

（4）全地形车：公司当前收入体量基数较小，未来有望凭借更多产品的推出，维持快速增长，预计 2026-2028 年公司全地形车收入增速分别为+30%、+30%、+30%；2026 年随着规模提升，毛利率有所改善，预计后续走势稳定，预计 2026-2028 年全地形车毛利率为 23%、23%、23%；

（5）其他短交通产品及配件：后续公司 E-Bike 产品具备快速增长潜力，行业仍在持续快速扩容，公司有望凭借产品智能化提升以及更多渠道进驻，实现快速增长，预计 2026-2028 年公司其他短交通产品及配件收入增速分别为+30%、+30%、+30%；2026 年随着规模提升，毛利率有所改善，预计后续走势稳定，预计 2026-2028 年其他短交通产品及配件毛利率为 52%、52%、52%；

综合以上假设，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 269.27、332.06、411.19 亿元，营业成本分别为 191.26、234.17、287.72 亿元，毛利率为 28.97%、29.48%、30.03%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：公司分业务拆分预测（单位：亿元）

分产品	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
电动两轮车					
营业收入	72.11	118.59	142.31	170.77	204.92
yoy		64.45%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	56.89	90.41	113.85	136.61	163.94
毛利率	21.11%	23.76%	20.00%	20.00%	20.00%
电动平衡车和电动滑板车					
营业收入	33.81	43.29	49.78	57.25	65.84
yoy		28.05%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	22.54	31.29	33.85	38.93	44.77
毛利率	33.32%	27.72%	32.00%	32.00%	32.00%
服务机器人及配件					
营业收入	9.80	20.02	37.03	51.84	72.58
yoy		104.26%	85.00%	40.00%	40.00%
营业成本	4.65	9.54	20.00	28.00	39.19
毛利率	52.58%	52.35%	46.00%	46.00%	46.00%
全地形车					
营业收入	9.76	11.38	14.80	19.24	25.01
yoy		16.63%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本	7.60	8.97	11.39	14.81	19.26
毛利率	22.11%	21.22%	23.00%	23.00%	23.00%
其他短交通产品及配件					
营业收入	16.48	19.50	25.35	32.96	42.84
yoy		18.32%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本	10.19	9.53	12.17	15.82	20.57
毛利率	38.15%	51.15%	52.00%	52.00%	52.00%
公司整体					
营业收入	141.96	212.78	269.27	332.06	411.19
yoy		49.89%	26.55%	23.32%	23.83%
营业成本	101.88	149.73	191.26	234.17	287.72
毛利率	28.24%	29.63%	28.97%	29.48%	30.03%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

费用率方面，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 8.5%、8.5%、8.5%，管理费用率分别为 4.5%、4.7%、4.7%，研发费用率分别为 5.9%、5.9%、5.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：公司费用率预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	846.92	1,100.55	1,878.69	2,288.79	2,822.47	3,495.14
销售费用/营业收入	*8.3%*	*7.8%*	*8.8%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.5%*
管理费用	675.81	836.69	1,190.50	1,211.71	1,560.66	1,932.60
管理费用/营业收入	*6.6%*	*5.9%*	*5.6%*	*4.5%*	*4.7%*	*4.7%*
研发费用	615.94	826.13	1,249.73	1,588.69	1,959.13	2,426.04
研发费用/营业收入	*6.0%*	*5.8%*	*5.9%*	*5.9%*	*5.9%*	*5.9%*

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

4.2 估值分析

公司主营业务是电动两轮车、电动滑板车、服务机器人、全地形车，业务类型比较相似的上市公司包括爱玛科技（主营电动两轮车）、春风动力（主营全地形车、摩托车、电动两轮车）、科沃斯（主营扫地机器人、割草机器人）、涛涛车业（产品包含电动滑板车和全地形车），我们选取上述四家公司作为可比公司，按照 2026 年 9 月 10 日收盘价计算，可比公司 2026-2028 年平均 PE 为 15X/12X/10X，公司 2026-2028 年估值低于可比公司均值。

表5：可比公司 PE 估值

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603529.SH	爱玛科技	21.87	2.34	2.46	2.87	3.13	9	9	8	7
603129.SH	春风动力	287.20	10.98	14.84	19.12	23.94	26	19	15	12
603486.SH	科沃斯	49.89	3.04	3.63	4.32	5.11	16	14	12	10
301345.SZ	涛涛车业	221.86	7.49	11.22	15.10	19.62	30	20	15	11
			可比公司均值				20	15	12	10
689009.SH	九号公司	37.40	23.89	25.48	37.31	48.70	16	15	10	8

资料来源：ifind，国联民生证券研究所预测

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2026 年 9 月 10 日；九号公司证券种类为中国存托凭证（CDR），存托凭证与基础股票的转换比例为 10：1

4.3 投资建议

公司短交通+机器人业务并行，经营表现优异。电动两轮车通过智能化构建差异化竞争壁垒，门店网络仍具备较大扩张渗透空间，国内份额向上，出海战略正在搭建，远期有望享受东南亚电摩红利。短交通继承原有智能软硬件技术积累以及海外渠道积累，电动滑板车&E-Bike 产品矩阵扩张，规模快速释放。机器人渗透率向上，九号是全球无边界割草机器人的技术先行者，仍将继续放量。此外全地形车也在培育新的曲线。驭电而行，多轮驱动，智能护航，快速成长有望延续。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 18.75、27.45、35.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15、10、8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。



下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

1）行业竞争加剧风险。雅迪、爱玛等传统巨头加速布局高端智能化市场，同时割草机器人等第二曲线涌入大量新玩家，容易引发价格战。公司需要持续投入营销与研发维持产品竞争力，若差异化优势被削弱，将直接压制毛利率与盈利水平。

2）海外贸易保护与汇率波动风险。海外市场是九号重要收入来源，欧美贸易保护政策可能抬升出口成本。同时外币结算占比高，人民币汇率大幅波动会带来大额汇兑损益，海外需求疲软也会拖累整体营收增长。

3）原材料涨价风险。公司产品生产需要锂、铜、芯片等大宗商品，原材料价格大幅上涨会抬升制造成本，向下传导涨价存在阻力，容易压缩毛利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**21,278**	**26,927**	**33,206**	**41,119**
营业总收入增长率	49.9%	26.5%	23.3%	23.8%
营业成本	14,973	19,126	23,417	28,772
毛利	**6,305**	**7,801**	**9,788**	**12,347**
毛利率	29.6%	29.0%	29.5%	30.0%
营业税金及附加	132	168	207	256
销售费用	1,879	2,289	2,822	3,495
管理费用	1,190	1,212	1,561	1,933
研发费用	1,250	1,589	1,959	2,426
财务费用	-192	313	-60	-91
投资收益	97	98	98	98
资产减值损失	-17	-44	-54	-67
信用减值损失	-16	-4	-5	-6
公允价值变动损益	40	0	0	0
其他收益	41	52	64	79
资产处置收益	1	2	2	3
营业利润	**2,192**	**2,335**	**3,405**	**4,436**
营业外收支	-30	-30	-30	-30
利润总额	2,161	2,305	3,375	4,405
所得税	399	425	623	813
净利润	**1,762**	**1,879**	**2,752**	**3,592**
少数股东损益	4	4	6	8
归属于母公司净利润	**1,758**	**1,875**	**2,745**	**3,584**
归母净利润率	8.3%	7.0%	8.3%	8.7%
归母净利润增长率	62.2%	6.6%	46.4%	30.5%
EBIT	1,874	2,593	3,299	4,311
EBITDA	2,082	2,867	3,613	4,635
EBITDA 增长率	44.9%	37.7%	26.0%	28.3%
每股收益（元）	23.89	25.48	37.31	48.70

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,762	1,879	2,752	3,592
折旧和摊销	241	274	314	324
营运资金变动	2,624	1,983	2,263	2,829
经营活动现金流	**4,444**	**3,967**	**5,327**	**6,756**
资本开支	-1,192	-1,065	-306	-315
投资	-992	-693	0	0
投资活动现金流	**-2,434**	**-2,145**	**-208**	**-217**
股权募资	180	0	0	0
债务募资	187	-5	0	0
支付股利和利息	-1,104	-1,210	-1,289	-1,884
筹资活动现金流	**-774**	**-1,396**	**-1,323**	**-1,917**
现金净流量	**1,318**	**425**	**3,796**	**4,622**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,301	8,727	12,523	17,145
应收账款及票据	1,562	1,945	2,398	2,970
存货	3,166	4,038	4,944	6,074
其他流动资产	3,319	4,092	4,148	4,218
流动资产合计	**16,348**	**18,801**	**24,013**	**30,407**
长期股权投资	134	134	134	134
固定资产	2,005	2,982	3,100	3,179
使用权资产	50	50	50	50
无形资产	913	913	913	913
在建工程	532	354	236	158
其他非流动资产	1,538	2,073	2,071	2,067
非流动资产合计	**5,171**	**6,507**	**6,504**	**6,501**
资产合计	**21,520**	**25,308**	**30,517**	**36,908**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	7,940	10,094	12,359	15,185
其他流动负债	5,658	6,893	8,365	10,212
流动负债合计	**13,598**	**16,987**	**20,724**	**25,398**
长期借款及应付债券	159	131	131	131
其他长期负债	502	505	505	505
非流动负债合计	**660**	**636**	**636**	**636**
负债合计	14,259	17,624	21,361	26,034
股本	0	0	0	0
少数股东权益	101	105	112	120
股东权益合计	**7,261**	**7,684**	**9,156**	**10,874**
负债和股东权益合计	**21,520**	**25,308**	**30,517**	**36,908**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	9.48	8.03	9.86	10.66
净资产收益率 ROE	24.55	24.74	30.35	33.33
偿债能力（%）				
付息债务率	1.25	1.06	0.88	0.73
资产负债率	66.26	69.64	70.00	70.54
经营效率				
应收账款周转天数	21.76	22.52	22.64	22.59
存货周转天数	60.17	67.80	69.04	68.93
应付账款周转天数	63.40	60.79	61.77	61.67
总资产周转率	1.14	1.15	1.19	1.22
估值分析（倍）				
P/E	16	15	10	8
P/S	1.3	1.0	0.8	0.7
P/B	3.8	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	/	/	/	/
分红水平				
每股股利（元）	16.31	17.40	25.47	33.25
股利支付率（%）	68.28	68.28	68.28	68.28
股息收益率（%）	43.62	46.51	68.11	88.91

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： 2023-2025 年公司营业收入 CAGR 达 44%.....3
图 2： 2023-2025 年公司归母净利润 CAGR 达 71%.....3
图 3： 2021 年以来公司毛利率和净利率趋势向上.....4
图 4： 公司不同产品的毛利率对比.....4
图 5： 公司经营性现金流净额表现良好.....4
图 6： 公司 ROE 水平持续改善.....4
图 7： 公司当前主要产品涵盖短交通和机器人.....4
图 8： 电动两轮车是公司第一大业务，占比 50%+.....4
图 9： 九号公司电动两轮车收入规模持续快速增长.....5
图 10： 九号公司电动两轮车销量规模快速扩张.....5
图 11： 电动平衡车与电动滑板车收入 2025 年重回增长.....5
图 12： 九号自主品牌零售滑板车表现持续亮眼.....5
图 13： 九号公司服务机器人业务收入快速扩张.....6
图 14： 2025 年九号公司服务机器人销量达到约 34 万台.....6
图 15： 九号公司全地形车收入规模快速增长.....6
图 16： 九号公司全地形车销量规模持续增长.....6
图 17： 智能化是九号电动车的差异化竞争壁垒.....7
图 18： 九号位居智能化评分体系榜首，多款产品成功跻身智能化评测高分行列.....8
图 19： 公司电动两轮车配置丰富（以 2026 年车型 Mz1 30 为例）.....8
图 20： 产品满意度调研中，九号两轮车位居榜首.....8
图 21： 九号电动两轮车最受年轻宝妈喜爱.....9
图 22： 九号是年轻用户新国标电动车首选.....9
图 23： 九号国内两轮车门店持续扩张.....10
图 24： 两轮车线下品牌门店是用户主流的购车方式.....10
图 25： 重点城市调研数据显示九号在 4000 元以下价位段显著落后雅迪.....10
图 26： 九号 Max G3 电动滑板车充电时间大幅缩减.....12
图 27： 全球 E-bike 规模有望在 2029 年达到 260 亿欧元.....12
图 28： 欧洲 E-bike 行业格局中度分散，存在机会.....12
图 29： 全球电动滑板车市场仍将快速增长.....13
图 30： ToC 与 ToB 皆占据重要地位.....13
图 31： 智能割草机器人预计未来仍将呈现高速增长.....14
图 32： 割草机器人不同导航技术路线对比.....14

表格目录

盈利预测与财务指标.....1
表 1： 电动自行车新国标对产品设计、生产制造、强制性认证提出了更高的要求.....9
表 2： 公司在平衡车、滑板车、两轮车赛道积累了众多核心技术.....11
表 3： 公司分业务拆分预测（单位：亿元）.....16
表 4： 公司费用率预测（单位：百万元）.....17
表 5： 可比公司 PE 估值.....17
公司财务报表数据预测汇总.....19

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生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。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室