九号公司（689009.SH）

公司首次评级

2026年11月3日

基本信息	
所属行业	工业
当前股价	33.58
总市值	247.10亿
PE-TTM	18.69
PB-MRQ	3.27

估值结果		
DDM估值	价值	418.96亿
	上行空间	70%
	状态	低估
动态估值	价值	361.91亿
	上行空间	46%
	状态	偏低估

四维评级	
成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★☆☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

九号公司是全球智能短途交通龙头，平衡车及滑板车市场份额全球前三，电动两轮车份额中国第四、高端第一，智能割草机器人份额全球第一。

公司成长空间较大，受益于割草机器人和全地形车市场份额快速上升，同时电动两轮车和平衡车基本盘长期稳健。公司产业格局较好，主要由于公司具备制造业罕见的平台化能力，能够快速瞄准细分赛道解决用户痛点，利用深厚智能化基因拓展新兴业务，差异化竞争下产品以高端为主，细分格局较好。公司护城河较深，主要系公司已成功构建起深厚的品牌心智，并打造了强大的同源技术迁移能力，最后凭借模式创新从传统行业中切割出属于自己的市场。

基于对公司主营基本盘稳健，新业务全球份额快速上升的假设，公司属于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场对于公司明年的电动两轮车销量较为乐观，认为有10%以上的增长，主要由于公司渠道扩张较快、品牌心智促进份额提升等逻辑。而我们认为电动两轮车国补已经透支了一年的新增需求，对未来2-3年需求影响较大，叠加新国标后市场冰封，公司在行业的下行影响下未来2-3年利润增速或不达预期。

另一方面，市场担忧海外贸易制裁政策对公司出海的影响。但我们认为这其实是机遇，公司作为大厂更具备大规模备货、产能转移的实力，将构筑起相对国内创业企业的明显优势，尤其在割草机器人领域。

风险提示

公司业务面临贸易壁垒风险，欧盟近期对中国智能割草机发起反倾销，美国对中国全地形车税率持续上升；宏观经济波动和国补透支影响下，两轮车业务面临需求不足风险；业务类似浅海战略，目前所处行业竞争均非常激烈，电动两轮车和滑板车行业份额不确定性大，全地形车和割草机器人份额尚未明朗。

内容目录

1. 基本信息 …… 4
2. 业务介绍 …… 4
3. 商业模式 …… 5
3.1 资产强度 …… 5
3.2 研发强度 …… 5
3.3 人力资源高端度 …… 6
4. 历史经营绩效 …… 6
4.1 历史盈利能力 …… 6
4.2 历史成长能力 …… 7
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 …… 7
4.4 股东回报评级 …… 7
5. 四维评级 …… 8
5.1 成长空间 …… 8
5.2 盈利趋势 …… 9
5.3 产业格局 …… 10
5.4 护城河 …… 11
6. 公司估值 …… 13
6.1 核心假设及逻辑 …… 13
6.2 动态估值 …… 16
6.3 DDM估值 …… 16
6.4 估值确定性 …… 16

图表目录

图1：预测2026年收入占比 ····· 5
图2：预测2026年毛利占比 ····· 5
图3：近年公司盈利能力趋势图 ····· 6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 ····· 7
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ····· 7
图6：近年股东回报能力趋势图 ····· 7

表1：护城河详解表 ····· 12
表2：公司整体业绩预测 ····· 14
表3：公司分业务业绩预测 ····· 15
表4：公司整体及分业务动态估值 ····· 16
表5：公司整体及分业务DDM估值 ····· 16

1. 基本信息

九号公司是全球智能短交通龙头，电动两轮车份额中国第三，平衡车及滑板车全球前三，智能割草机器人全球第一。

九号公司业务较为复杂，可分为五类，即电动两轮车（电自、电摩），电动平衡车和滑板车，全地形车，割草机器人以及其他收入。公司非常善战，2020年至今已经进行了两轮增长点切换。21年来平衡车受政策打击及其他交通方式替代大幅萎缩，电动两轮车迅速扛起大梁；24年后电动两轮车存在见顶风险，新业务又快速崛起。

2. 业务介绍

对于九号公司公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

电动两轮车：

公司的电动两轮车产品主要分为电动自行车和电动摩托车两大类，目前国内市场份额约为8%，位列第四，其中4000元以上高端价位市场市占率超70%，位列第一。我们对该业务的市场定位是国内电动两轮车市场。

割草机器人：

公司的割草机器人产品为无边界割草机器人，可在庭院内自行修剪草坪。公司为品类首创者，2021年发布全球首款产品，特点为不需要通过预埋线来设定工作范围，利用GPS+视觉/雷达实现感知、定位和避障。无边界割草机器人正在快速替代传统割草机和有边界割草机器人，公司产品全球市占率37%位列第一。我们对该业务的市场定位是全球割草机器人市场。

其他业务：

公司其他业务主要包括售后、配件等业务，随主营收入的增长而成长，目前约占营业收入的12%左右。该业务主要供应海外市场，即以平衡车、全地形车和割草机器人的官方配件为主、毛利率较高，近年来约为40%。我们对该业务的市场定位是公司全球产品配套服务市场。

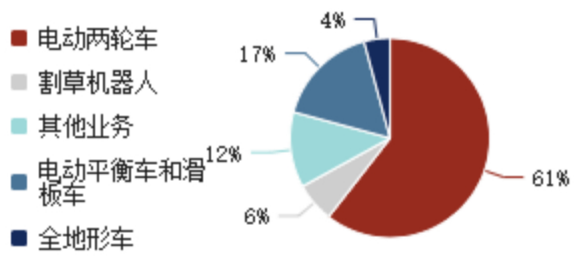
电动平衡车和滑板车：

公司的电动平衡车和滑板车产品主要包括左右双轮平衡车和前后双轮滑板车，工作原理是利用车体内部的陀螺仪和加速度传感器检测车体姿态变化，并利用伺服控制系统精确驱动电机进行调整，以保证系统平衡，主要用作代步工具或休闲娱乐。由于国内政策出于安全原因基本禁止上路，因此市场基本都在海外，目前公司全球市场份额约为11%。我们对该业务的市场定位是全球电动平衡车和滑板车市场。

全地形车：

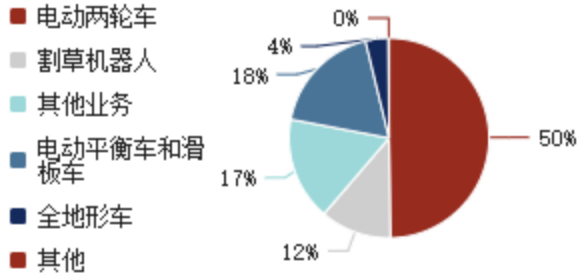
公司的全地形车主要包括燃油动力的各种全地形车型。全地形车是一种越野车辆，被设计用于非高速公路行驶、具有4个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶；目前应用场景包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫、军事行动、救援和应急等。目前公司全球份额约为2.5%。我们对该业务的市场定位是全球全地形车市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

九号公司的商业模式为ToC耐用消费品制造业，生产方式为下游组装和定制化软件开发，具有高毛利率、轻资产、重研发、客户分散的特点。

公司业务主要是采购上游电池、屏幕、车轮、摄像头等零部件，结合自研自制的车架、车机系统等组装成各种短交通工具和机器人，通过线上和线下渠道向全球消费者进行销售。公司通过塑造消费者心智和主打高端创新市场取得了较高的毛利率，目前规模最大的电动两轮车业务毛利率在20%左右，而割草机、平衡车等新业务产品毛利率显著高于两轮车，割草机毛利率甚至达到50%以上。

在销售端，公司的产品普遍依赖线下渠道，譬如近年来电动两轮车业务的增长就伴随着全国渠道数量快速增长，2年时间内营收翻两倍同时门店数量增长近150%。因此，跟踪公司各业务线下渠道数量和同店收入可以较好把握增长趋势。

在成本端，公司的原材料成本占比约为90%，大部分零部件均向供应商采购，规模效应主要体现在对于研发费用和销售费用的摊薄。公司的供应商分散且除电池外普遍规模较小，公司的议价权相对较强。

3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

九号公司的轻资产特点显著，固定资产占总资产比例仅为10%，不仅远低于制造业普遍的50%+，也明显低于同行业竞争对手如春风动力、爱玛科技等企业。

九号公司显著突出了互联网打法，有点类似苹果和小米，将大量粗笨的生产环节外包（如公司平衡车和ebike基本实现东南亚全外包生产），同时注重营销和渠道的建设、产品的核心设计与高科技壁垒，这也是可以不断推出爆品，同时又不需要太多资本开支的原因。

3.2 研发强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

九号公司研发费用率在两轮车和汽车行业中处于较高水平，约为5%。公司约三分之一员工是技术研发人员，而传统两轮车企业50%~60%都是生产人员，研发人员占比只有10%。考虑到公司生产环节外包比例高，技术人员几乎全部用于软硬件新技术以及外观研发，这也是公司在智能化和科技感方面显著超越传统两轮车企业的主要原因，是公司的核心竞争力之一。

3.3 人力资源高端度

低 | 较低 | 中等 | **较高** | 高

九号公司员工薪酬平均为35万元，为两轮车行业均值的2倍以上，高研发车企春风动力的1.5倍以上，5000名员工中有近1600名技术人员，无论是比例还是绝对数量角度都强于竞争对手，全部员工本科以上超56%，硕士达11%，比例远超行业。公司所深耕的智能短交通市场需要进行持续的智能化、同源基底技术开发，以及软硬件的耦合，产品力和科技含量制胜，因此与一般两轮车企业的人员构成有显著的差别。

4. 历史经营绩效

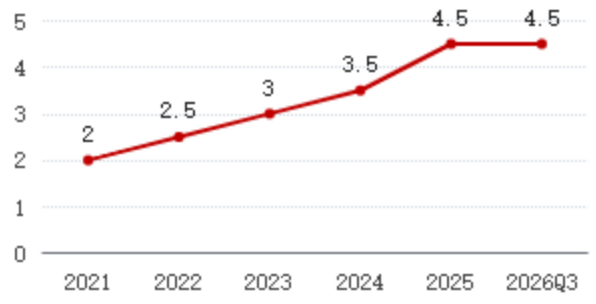
九号公司是非常善战的企业，从最初的2012年平衡车起步，到收购Segway成为全球龙头，再到后来的智能短交通全方位出击。公司自2020年至今已经进行了两轮增长点切换，21年来平衡车受政策打击及其他交通方式替代大幅萎缩，两轮车迅速扛起大梁；24年后两轮车存在需求见顶风险，割草机器人等新业务又提供了新的空间。2025年前三季度，公司营业收入184亿元，同比增长68.6%；归母净利润17.9亿元，同比增长84.3%。

2020年-2024年，九号公司实现24%的营收复合增长率，96%的归母净利润复合增长率，成长性非常强大。公司近年来毛利率稳定在27%中枢附近，但内部各业务毛利率变化较大。目前规模最大的电动两轮车业务反而是毛利率最低的，仅在20%左右，而割草机、平衡车等相对利基市场的产品毛利率显著高于其他业务。

4.1 历史盈利能力

★★★★½

图3：近年公司盈利能力趋势图



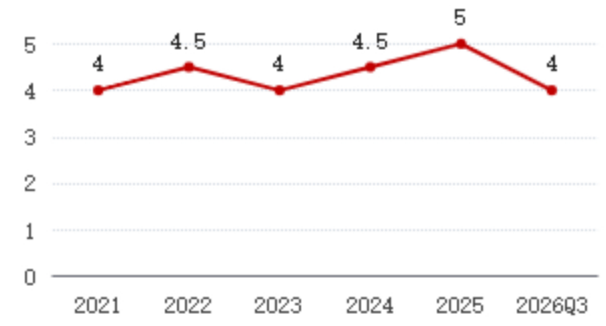
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力持续提升，位居市场前列。主要由于22年扭亏后近年来规模效应随两轮车销量快速增长而释放；叠加高毛利的割草机器人、售后服务近两年来随海外市场扩张而迅速成长，带动公司整体毛利率上涨。公司深谙科技化赋能和品牌心智塑造，迅速占领短交通行业的高端市场，毛利率相对竞争对手具有天然优势，亦是盈利趋势稳中有升的重要因素。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



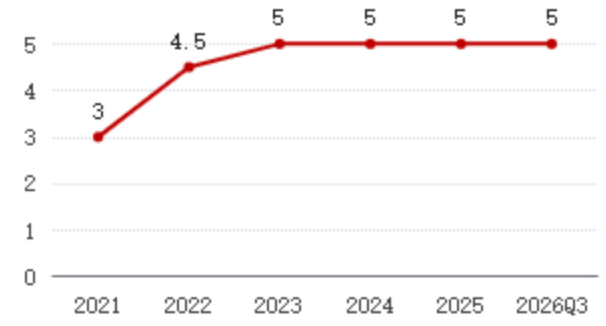
数据来源：公司财报，壹评级

受益于浅海战略和互联网打法，产品在多个领域实现高速渗透，主营业务内生成长性非常强大。受益于电动两轮车、割草机、全地形车等较快放量，收入及净利润持续改善。2024年以来，公司去小米化进程基本完成，目前定制及ToB仅占整体业务的9%，业绩边际拖累基本消除；电动两轮车/割草机器人业务进入渠道快速扩张期，带动公司收入和利润重回高增长轨道 。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



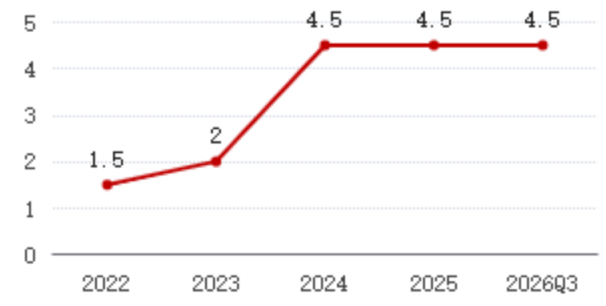
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较好，主要由于公司对上游话语权非常强，同时2C模式下回款现金流好。具体而言，对供应商的应付账款账期达5个月，而下游应收账款及本身存货周转期不到2个月，沉淀了大量可用现金，现金流情况非常好。

4.4 股东回报评级

★★★★½

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来不断提高分红比例，2023/2024年分红比例分别34%/74%，今年也有望达到50%左右，公司的轻资产模式允许其在高速成长的同时维持高分红比例，在科技型企业中处于前列。

5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局较好，成长空间优秀，但是盈利趋势未来存在不确定性。这主要是由于公司兼具两轮车企业对上游的强大话语权与竞争对手尚欠缺的平台化能力，能够快速瞄准细分赛道解决用户痛点，利用深厚智能化基因拓展新兴业务。但我们也需要注意到，公司主要业务的市场都呈现激烈竞争的局面，且新进入者正在快速学习和复制公司的打法，已经在平衡车、电摩等部分领域开始蚕食公司的份额，未来公司的市场地位和盈利能力存在不确定性。

5.1 成长空间 ★★★½☆

公司具有较强成长能力。公司的成长性主要来源于两个方面，首先是平台化基因带来的创新业务开发能力和品类定义能力，譬如作为智能割草机器人和智能化电摩的首发者充分享受红利；另一方面是出海基因与高端制造业代表，公司是先在海外做到平衡车龙头，打下了深厚的客户群基础，再到目前在全球快速推广全地形车和割草机器人业务，相对普通的外贸型中小企业具有很大优势，海外渠道快速建设、产能和售后网络逐步完善。

公司23年基本完成电动两轮车、割草机器人领域的技术研发到产品商业化闭环，24年通过产品矩阵+全渠道渗透实现业绩增长，目前在此基础上开始探索全地形车/E-Bike业务，有望借助其智能化基因/海外渠道在短交通领域进一步打开增量空间。

电动两轮车(2星)：

电动两轮车的成长性一般，预计增速在0-5%左右。主要由于目前公司两轮车几乎全部在中国市场销售，基本没有海外布局。目前中国电动两轮车市场5000万辆中替换需求占80%，新增需求仅1000万辆。随着中国人口长期下降和老龄化趋势，新增需求持续下降拉动整体需求增速下滑，同时国补也透支了未来3-5年的需求，公司主打的高端电摩目前渗透率也接近极限。不过，如果公司积极布局电动两轮车出海，则有望享受目前年化达18%的海外市场增速。

割草机器人(5星)：

割草机器人的成长性非常好，预计增速在15%-20%甚至更高。主要由于无边界割草机器人产品渗透率极低且正在全球园林市场快速提升，因其具有无污染、省人力、科技感等优点，正在快速替代传统割草机和有边界机器人。远期市场规模有望达600亿+，目前仅60亿；24年市场规模翻倍、25年整体增速超过50%，而九号公司作为品类开创者市占率接近40%，充分享受增长红利。

电动平衡车和滑板车(2星)：

电动平衡车和滑板车的成长性一般，预计增速在0-5%。主要由于平衡车生命周期已到成熟-衰退期，“路权”问题始终受限，玩具定位难改，作为短途代步工具的设想破灭。而且此类交通工具门槛极低，竞争非常激烈，九号作为首创者份额年年呈萎缩趋势。目前市场规模300亿左右，近几年整体没有增长，细分来看平衡车在萎缩，滑板车市场受共享滑板等趋势影响处于增长中。

全地形车(3.5星):

全地形车的成长性较好，预计增速在10%左右。主要由于公司在全地形车领域复用智能化+科技营销打法，对传统龙头如北极星、庞巴迪、春风动力形成错位竞争，聚焦高性能泥浆版及SSV产品，全球份额目前正在快速上升中。不过由于全球全地形车市场本身缺乏增长，近十年CAGR仅1.8%，预计公司该项业务触达天花板也会比较快。

5.2 盈利趋势

★½☆☆☆

公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率小幅提升，净利率小幅提升。主要由于公司产品中高毛利的割草机器人、全地形车和配件占比提升，但公司的轻资产模式决定需要长期的高研发和营销投入维持竞争优势，净利率大幅提升的概率较小。

电动两轮车(1星):

公司电动两轮车的盈利趋势未来较差。主要由于目前电动两轮车行业价格战仍在继续，市场和公司产品的年度销售均价呈持续下降趋势，最低价格也在下探。同时高端两轮车新进入者较多，公司的打法也在不断被竞争对手学习，优势正在被削减。

割草机器人(1.5星):

公司割草机器人的盈利趋势未来较差。主要由于割草机器人的高毛利和增长空间吸引大量中国企业入局，割草机器人丰厚毛利是降价的基础。价格每年快速下降，2022年推出时单价尚在2万元人民币以上，而目前无边界产品价格已下探至 1000 美元上下，最低下探至 500 美元。九号、松灵、追觅、科沃斯等新锐品牌实现批量出货，引领行业发展潮流，还有汉阳科技、库犸科技等新兴玩家纷纷入局。

电动平衡车和滑板车(2星):

公司电动平衡车和滑板车的盈利趋势未来一般。主要由于九号公司目前并不把平衡车作为核心发展方向，同时电动平衡车和滑板车行业进入门槛极低，且技术已经非常成熟，小卖家非常多，主要价格带150-200美元，也没有统一行业标准。目前行业ASP呈下降趋势，且出货以线上渠道为主，竞争非常激烈。不过另一方面，依托Segway的强大品牌效应，公司仍有望占据高端市场一定份额，维持长期盈利能力不致下降过多。

全地形车(3星):

公司全地形车的盈利趋势未来较好。主要由于全地形车行业属于需求以北美为主，且市场竞争较为缓和，龙头均为欧美本土企业，中国企业处于品牌上升期。从品类来看，公司主打的UTV和SSV产品较普通全地形车单价更高，也是近几年需求结构切换的主要方向，预计盈利趋势保持稳健。

5.3 产业格局 ★★★☆☆

公司所处的智能短交通诸行业处于集中度较高的轻资产耐用消费品行业，行业进入壁垒一般，但高中低端格局较稳定。全球主要参与者包括雅迪、爱玛、北极星、春风动力、石头科技、科沃斯等。行业竞争格局方面，公司在电动两轮车、平衡车、割草机器人的高端市场均位列第一名，整体份额靠前，但也面临新进入者和老参与者的模仿威胁。在话语权方面，由于上游供应商规模普遍较小，而下游消费者又都是现金购车，因此净营业周期普遍为负值，现金流和盈利质量非常高。

电动两轮车(4星)：

公司电动两轮车业务产业格局较好。国内电动两轮车市场目前呈现龙头市占率持续提升，渠道为王，走向高端化的特点。九号单车毛利额领先，主要来自品牌定位带来的溢价能力，雅迪与爱玛处于第二梯队，主要来自龙头供应链优势，而后则是其他头部厂商。在渠道毛利率、租金、人工成本接近的情况下，门店主经营雅迪、爱玛、九号、小牛获取的单店利润也将明显领先经营其他品牌，从而推动渠道向头部品牌或者中高端品牌集中。

割草机器人(2.5星)：

公司割草机器人业务产业格局一般。行业几乎无门槛，且降价速度快，但是由于市场主要在海外，龙头目前仍有40-50%毛利率，类似扫地机器人，需要大量的投放成本和研发成本支撑。九号公司作为首发者目前处于领先地位，行业的竞争壁垒主要在于算法、渠道。导航定位技术是割草机器人实现智能化、高效化作业的核心支撑，取决于各公司的算法能力。高客单价、长服务周期特性，用户倾向门店试用后再购买，交易流程短、售后也更有保障，线下渠道在用户购买决策中扮演着重要角色，割草机器人线下渠道销售占比71%。

电动平衡车和滑板车(1.5星)：

公司电动平衡车和滑板车业务产业格局较差。电动平衡车的全球市场竞争格局分散，门槛过低，先发不再是优势。全球头部企业中，九号的份额是8.6%，其次是阿尔郎的6.3%。其他企业包含龙吟、踏日、乐行天下等，其市场份额均不足5%。以占比近70%的北美市场为例，GOTRAX，HIBOY，九号（~6%）比较稳定，综合销量排名前三，其他品牌销量波动较大，不断有新品牌上榜，竞争仍然激烈。

全地形车(3.5星)：

公司全地形车业务产业格局较好。2018-2024年间中国全地形车企业通过高性价比和差异化策略在海外市场取得突破性进展，标志着全球产业格局正在重构。中国制造商2024年已占据8%+市场份额且仍在上升，呈现快速崛起态势。其中春风约为5%，销量口径18%，九号公司今年份额约为2.5%。全地形车行业核心竞争力在于成本、出新速度、户外文化融入、售后服务，是典型的长线运营+玩乐需求产品，与公司经营风格较为匹配。

5.4 护城河



公司业务的护城河较为深厚，主要体现在业务的平台化特征以及各产品线在高端市场的高市占率、高超额ROIC上，行业具有重研发、轻资产、品牌效应强的特点，公司依托品牌心智塑造、强大的技术迁移能力和模式创新打法优势，取得了消费者的长期信赖和买单意愿。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
电动两轮车	(4.5星)九号公司作为国内高端电动两轮车第一大企业，2024年经壹评级调整后电动两轮车业务净资产收益率21.1%，具有较高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的品牌、规模经济和模式创新优势。	(4星)电动两轮车业务护城河主要包括三个方面：①品牌心智-通过"技术-产品-体验-情感"四维闭环，建立起"智能出行=九号"的牢固用户认知。公司为品牌中认知度第一(48.2%)，用户优先考虑(32.6%)； ②规模经济-单店收入和单车毛利显著领先竞争对手，主要在于极致轻资产模式下规模经济对于研发和营销费用的摊销。 ③模式创新-为传统制造业增添消费+科技属性，切入的都是相对成熟的行业，但打法有创新优势。不跟大厂正面竞争，面向用户开发、智能化、高端化战略。
割草机器人	(5星)九号公司作为全球无边界割草机器人第一大企业，2024年经壹评级调整后电动两轮车业务净资产收益率63.5%，具有较高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的品牌、技术优势和模式创新优势	(2.5星)割草机器人业务护城河主要包括三个方面： ①品牌心智-Segway品牌欧美知名度高，公司发布机器人高举高打，成为智能割草机器人的代名词。 ②技术优势-具备非传统技术优势、强大的同源技术迁移能力，跨品类复用整合能力强，如驱动技术、平衡技术、电动车辅助驾驶等。 ③模式创新-为传统制造业增添消费+科技属性，切入的都是相对成熟的行业，但打法有创新优势。无边界智能割草机器人首创者，直指传统割草机痛点，出道即爆发。
电动平衡车和滑板车	(4.5星)九号公司作为全球电动平衡车和滑板车龙头企业，2024年经壹评级调整后电动两轮车业务净资产收益率22.9%，具有较高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的的品牌、线下渠道和模式创新优势。	(3星)电动平衡车和滑板车业务护城河主要包括三个方面： ①品牌心智-通过收购Segway获得欧美市场成熟品牌认知，目前Segway仍是平衡车的标志性品牌，代表高端。 ②线下渠道-成熟市场高端零售网络全覆盖，新兴市场深耕本土化；已经在全球设立17个子公司和办事处，强势入驻全球零售巨头，在印尼、越南等国设立本地仓库和工厂； ③模式创新-为传统制造业增添消费+科技属性，切入的都是相对成熟的行业，但打法有创新优势。蛇吞象平衡车鼻祖Segway，再回头打下全世界市场。
全地形车	(2.5星)九号公司作为全地形车新锐企业，2024年经壹评级调整后电动两轮车业务净资产收益率9.8%，具有一般的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有一定的品牌、技术优势和模式创新。	(4.5星)全地形车业务护城河主要包括三个方面：①品牌心智-Segway在欧美品牌形象深入人心，客户对产品较为信任，同时通过智能化配置与高端体验，成功进入"户外高端装备"榜单，定价也脱离中国品牌普遍价格带。 ②技术优势-具备非传统技术优势、强大的同源技术迁移能力，跨品类复用整合能力强，如驱动技术、平衡技术、电动车辅助驾驶等。 ③模式创新-为传统制造业增添消费+科技属性，切入的都是相对成熟的行业，但打法有创新优势。作为新进入全地形车的企业，与庞巴迪等传统品牌主打"大排量越野"不同，九号将ATV定义为"户外智能休闲座驾"，联动平衡车概念创造全新品类认知。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司主营基本盘稳健，新业务全球份额快速上升的假设，公司属于低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为电动两轮车、平衡车及滑板车、全地形车、割草机器人分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

收入假设：

①电动两轮车业务：

分为国内市场和海外市场进行预测，逻辑为市占率*全市场销量*ASP。由于海外市场目前基本没有（2024年仅3000辆出头），也不是公司主要发展方向，故进行保守估计。

国内市场规模测算角度，根据替换需求和新增需求加总，其中替换需求按照现有存量电动车总数3.3亿辆除以平均换车周期8年，每年约4000万辆出头，新增需求则按照百户居民电动车保有量上升趋势进行估计，目前为每年1-2辆/百户，对应1000万辆左右新增需求，再根据今年和去年电动两轮车对总需求的透支从而作出对未来几年的需求预测，略低于市场一致预期，以保持客观谨慎。2025年全年市场规模预计6000万+，透支1000万+，等于明年新增需求。如果明年不进行国补，或力度一般，电动两轮车市场很危险。

公司份额角度，根据目前电动车高端化产品渗透率和公司在高端化市场市占率与上升速度进行合理预测，并考虑公司在3000元以下产品的推出进度，假设到2029年公司全国市场市占率从2025年的7.5%上升至15%。

ASP方面预计未来几年国内电动两轮车继续受价格战影响每年下跌1-2%。

②电动平衡车和滑板车业务：

首先预测全球市场规模，2025年1409万辆对应309亿人民币市场，预计2029年小幅增长至1487万辆、353亿，主要由于平衡车持续下滑与滑板车年化5~6%增速扩张，两两抵消。今年市占率预计从11.4%小幅下降至10.9%，远期假设10%左右，因公司高端产品品牌心智较强，产品基本上都在2000美元以上，低端产品对公司业务实际影响可控。

ASP方面预计未来几年全球电动平衡车受海外通胀影响价格小幅上涨，公司的平均售价也从2200美元上涨至2300美元。

③全地形车业务：

首先预测全球市场规模，全地形车市场销量未来几年预计保持在100万辆左右，总体扩张概率较小，但内部结构UTV(含SSV）有望在2029年提升至70%，上升5个百分点，拉动整体均价上涨和市场总规模提升。公司市占率目前仍处于快速提升状态，预计2029年达到6%以上，此为保守估计，约为春风目前份额的三分之一。ASP方面缓慢上升，到2029年小幅上涨0.12万元至8.66万元，与利基市场特征及历史趋势匹配。

④割草机器人业务：

割草机器人业务的主旋律将会是市场规模快速上升，份额部分下滑，价格下降，主要由渗透率提升驱动，同时中国参与竞争的企业较多及主要零部件如激光雷达和传感器持续降本。假设到2029年智能割草机器人渗透率从目前的3%上升至15%，公司市占率从目前37%下降至25%，均价从12000元下降至8000元。

毛利率假设：主要由于原材料占比接近90%，且以各类金属、塑料件及电子元件为主，公司的商业模式主要是研发和组装，综合考虑未来大宗商品和电子行业周期性及公司下游需求竞争格局，假设远期毛利率：电动两轮车从24%下降至20%，平衡车从32%下降至27.5%，全地形车毛利率维持在26%左右略低于摩托车和高尔夫球车，割草机器人毛利率从52%下降至45%，与扫地机器人发展过程对标。

费用率假设：主要考虑公司研发费用率的摊薄和销售费用率因品牌心智塑造需要保持在较高水平，其他费用率较稳定。

资产负债表假设：
1)公司属于轻资产行业，公司长期资产未来折旧带来的影响较小;2)考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

九号公司	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	102.2	142.0	212.8	268.2	302.5	335.6	363.3	373.0
归母净利润(亿)	6.0	10.8	17.6	13.5	19.3	27.5	32.4	34.3
归母净利润增速(%)	32.5	81.7	62.5	-23.1	42.9	42.3	17.8	5.9
经营性净利润(亿)	4.7	10.1	15.5	12.4	18.2	26.4	31.4	33.3
经营性净利润增速(%)	18.4	113.9	54.1	-19.8	46.8	44.9	18.6	6.1
经营性归母净利润(亿)	4.7	10.0	15.5	12.4	18.2	26.4	31.3	33.2
经营性归母净利润增速(%)	18.2	113.0	53.9	-19.8	46.8	44.9	18.6	6.1

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

电动两轮车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	42.3	72.1	118.6	142.9	152.9	164.6	174.4	179.8
收入增速(%)	59.0	70.4	64.5	20.5	7.0	7.7	6.0	3.1
经营性净利润(亿)	-0.7	1.3	3.6	0.3	1.7	3.4	4.1	4.9
经营性净利率(%)	-1.7	1.8	3.0	0.2	1.1	2.1	2.4	2.7
经营性净利润增速(%)	66.3	287.8	172.2	-90.5	386.5	103.9	21.1	18.1
割草机器人	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.5	9.0	20.0	44.8	64.7	81.7	94.3	95.2
收入增速(%)	108.3	260.0	122.2	124.0	44.4	26.3	15.4	1.0
经营性净利润(亿)	0.7	2.3	5.0	3.8	7.7	13.3	16.6	17.4
经营性净利率(%)	28.4	25.3	25.1	8.4	11.9	16.2	17.6	18.3
经营性净利润增速(%)	149.1	219.9	120.8	-24.9	104.6	72.2	25.3	4.7
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.5	17.3	19.5	24.6	27.7	30.8	33.3	34.2
收入增速(%)	-14.0	11.2	12.9	26.2	12.8	10.9	8.3	2.7
经营性净利润(亿)	2.3	2.7	4.7	5.3	5.9	6.6	7.1	7.3
经营性净利率(%)	15.0	15.8	24.2	21.4	21.3	21.3	21.3	21.4
经营性净利润增速(%)	79.5	16.9	72.9	11.8	11.9	11.3	8.2	3.1
电动平衡车和滑板车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	34.9	33.8	43.3	43.1	43.0	42.6	44.0	45.5
收入增速(%)	-37.0	-3.2	28.1	-0.5	-0.2	-0.9	3.3	3.4
经营性净利润(亿)	2.2	3.6	2.2	2.8	2.7	2.9	3.1	3.3
经营性净利率(%)	6.4	10.6	5.0	6.4	6.2	6.7	7.1	7.2
经营性净利润增速(%)	-50.2	61.2	-39.2	26.3	-2.8	6.9	9.5	4.5
全地形车	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.0	9.8	11.4	12.8	14.2	15.9	17.3	18.3
收入增速(%)	0.0	40.0	16.3	12.3	10.9	12.0	8.8	5.8
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
经营性净利率(%)	1.9	1.4	-0.3	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
经营性净利润增速(%)	0.0	2.7	-121.7	1081.7	2.2	15.4	8.2	9.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
电动两轮车	2.0%	中低	较好	较强	8.3%	11.38	4.7
割草机器人	5.0%	中等-	一般	一般	8.3%	11.66	19.5
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	7.6
电动平衡车和滑板车	0.0%	中低-	一般	较强	7.5%	11.45	3.3
全地形车	3.0%	中等-	较好	强	8.3%	15.84	0.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电动两轮车(亿)	5.6	39.3	45.0	3.9	1.3	1.1	48.6
割草机器人(亿)	54.2	120.8	174.9	1.4	-	-	176.3
其他业务(亿)	37.0	55.4	92.4	1.4	-	-	93.8
电动平衡车和滑板车(亿)	13.7	27.9	41.6	1.6	-	-	43.2
全地形车(亿)	0.9	2.6	3.5	0.3	-	-	-
公司整体测算(亿)	111.4	245.9	357.3	8.6	-	-	361.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电动两轮车(亿)	21.3	18.0	39.2	3.9	1.3	1.1	42.9
割草机器人(亿)	96.4	113.8	210.2	1.4	1.0	-	210.6
其他业务(亿)	59.7	51.5	111.2	1.4	-	-	112.6
电动平衡车和滑板车(亿)	29.3	19.0	48.3	1.6	-	-	50.0
全地形车(亿)	1.3	1.4	2.6	0.3	-	-	2.9
公司整体测算(亿)	207.9	203.7	411.6	8.6	2.3	1.1	419.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业为ToC耐用品制造业，下游涵盖车辆、消费电子等，有较明确的高频销量数据跟踪，同时公司与市场投资者交流充分，经常接受调研和举办路演。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X＜-50%	-50%≤X＜-30%	-33%≤X＜-20%	-20%≤X＜25%	25%≤X＜50%	50%≤X＜100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。