

小牛电动

2 季度业绩超预期 量增兑现催化估值回升



**邓学**  
SAC 执证编号: S0080521010008  
SFC CE Ref: BJV008  
xue.deng@cicc.com.cn



**常青**  
SAC 执证编号: S0080518110003  
SFC CE Ref: BMX565  
jing3.chang@cicc.com.cn



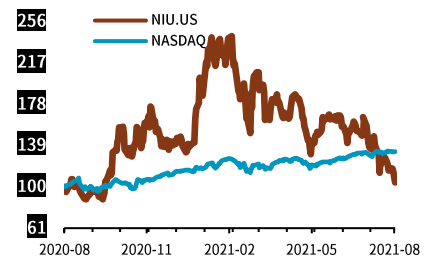
**匡静兰**  
SAC 执证编号: S0080120080100  
jinglan.she@cicc.com.cn

股票代码 NIU.US  
股票评级 → 跑赢行业  
目标价 美元 40.00

跑赢行业

股票代码	NIU.US
最新收盘价	美元 21.27
52 周最高价/最低价	美元 53.38-17.70
总市值(亿)	美元 16

纵轴: 相对股价 (%)



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	2,076	2,444	3,774	6,267
增速	40.5%	17.7%	54.4%	66.0%
归属母公司净利润	210	208	352	649
增速	N.M.	-0.7%	68.8%	84.5%
每股净利润	2.74	2.64	4.37	8.06
每股净资产	10.33	12.59	15.94	23.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.33	5.90	1.10	2.22
市盈率	54.3	52.6	32.6	17.7
市净率	14.4	11.0	8.9	6.2
EV/EBITDA	48.5	44.4	27.7	14.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	15.6%	12.4%	16.6%	22.1%
平均净资产收益率	30.8%	23.3%	30.9%	41.3%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

业绩回顾

2Q21 业绩小幅高于市场预期

公司发布 2Q21 业绩: 营业收入 9.45 亿元, 同比+46.5%; 净利润 9183 万元, non-GAAP 净利润为 1.04 亿元/净利率达到 11.0%、历史高水平。整体看, 收入位于指引区间内 (9-10.3 亿元), 单车收入环比提升, 毛利率达 22.7%、表现亮眼, 叠加政府补贴、税率的影响, 带动利润水平超预期。

发展趋势

单车收入如期提升。2Q 单车收入 3734 元, 环比+2.1%。其中新车销售收入为 3222 元, 环比+8.3%; 配件及其他单车收入为 512 元, 较为稳定。2Q 海外销量 6980 辆, 占比下滑至 2.8%, 海运问题仍影响交付。但公司仍实现单价提升, 我们认为主要由于国内产品提价及结构改善, 2 季度 G0+F0 销售占比大幅下降至 30%, 此外线上销售占比提升也利好均价提升。

毛利率、净利率表现亮眼。2Q21 毛利率为 22.7%, 环比虽有所下降, 但考虑到原材料上涨集中体现在 2Q, 公司从 5 月开始通过提价方式对冲原材料涨价的影响, 带动毛利率表现超预期。non-GAAP 期间费率为 13.2%, 规模效应带动环比大幅回落, 其中销售费用金额如期环比回落, 管理费用环比有所提升。此外, 2Q21 确认政府补贴 2150 万元、所得税率回落至 11% 的正常范围, 整体带动 non-GAAP 净利率达到 11.0% 的高水平。

展望: 3Q 指引较强, 我们认为在 ASP 下滑可控的基础上, 量增兑现更为关键。公司 3Q21 指引: 营业收入为 12.5-14.5 亿元, 同比+40-62%。我们认为: 1) 销量: 参考全年目标, 我们认为公司在 15/25/40/20 万辆的季度销量走势上推进, 上述指引隐含公司对 3Q 销量兑现的信心较足; 2) 产品结构及均价: 按照 13.5 亿元收入中枢, 对应 3Q 均价约为 3500 元, 环比有所回落、但仍合理; 3 季度进入行业旺季, 销量表现奠定全年基调, 我们预计旺季促销活动增加、GOVA 占比提升, 将带动均价下移, 4Q 有望有所回升; 3) 利润率: 结合产品结构及促销预期, 我们预计 3Q 毛利率环比可能略下降, 但同时收入增长带动费率下降, 整体看净利率有望较为稳健; 4) 渠道脱张: 截至 2 季度末, 公司国内门店数量达到 2366 个, 开店速度进一步加快, 我们预计年底将达到 3000 个, 支撑明年销量突破 150 万辆。

盈利预测与估值

我们维持 2021 年和 2022 年净利润预测不变。当前股价对应 2021/2022 年 32.6 倍/17.7 倍市盈率。我们认为较强的 2 季报表现和 3 季度指引, 能够帮助强化市场对公司销量和盈利增长的信心。维持跑赢行业评级和 40 美元目标价, 对应 2022 年 33 倍 P/E, 较当前股价有 88.1% 的上行空间。

风险

竞争加剧带动价格战, 公司销量、利润不达预期。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2,076	2,444	3,774	6,267	营业收入	40.5%	17.7%	54.4%	66.0%
营业成本	-1,590	-1,885	-2,992	-4,771	营业利润	N.M.	-5.5%	96.8%	121.0%
销售管理费用	-262	-306	-377	-648	EBITDA	N.M.	5.9%	68.0%	86.7%
研发费用	-67	-105	-113	-203	净利润	N.M.	-0.7%	68.8%	84.5%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	157	148	292	644	毛利率	23.4%	22.9%	20.7%	23.9%
财务费用	6	1	0	1	营业利润率	7.6%	6.1%	7.7%	10.3%
其他利润	36	40	48	37	EBITDA 利润率	10.8%	9.8%	10.6%	11.9%
利润总额	198	190	340	682	净利润率	10.1%	8.5%	9.3%	10.4%
所得税	-8	-21	-51	-102	<b>偿债能力</b>				
净利润	190	169	289	579	流动比率	1.89	1.88	1.95	1.98
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	1.63	1.71	1.77	1.79
非通用准则净利润	210	208	352	649	现金比率	0.97	0.64	0.52	0.40
EBITDA	225	239	401	748	资产负债率	47.6%	46.2%	46.2%	46.7%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	676	526	558	643	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	115	101	167	278	总资产收益率	15.6%	12.4%	16.6%	22.1%
存货	179	142	196	313	净资产收益率	30.8%	23.3%	30.9%	41.3%
其他流动资产	341	778	1,168	1,939	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	1,311	1,548	2,090	3,173	每股净利润 (元)	2.74	2.64	4.37	8.06
固定资产及在建工程	151	199	177	173	每股净资产 (元)	10.33	12.59	15.94	23.14
无形资产及其他长期资产	8	6	22	53	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	200	299	294	320	每股经营现金流 (元)	2.33	5.90	1.10	2.22
资产合计	1,511	1,847	2,384	3,493	<b>估值分析</b>				
短期借款	217	180	180	180	市盈率	54.3	52.6	32.6	17.7
应付账款	259	396	520	829	市净率	14.4	11.0	8.9	6.2
其他流动负债	217	247	372	593	EV/EBITDA	48.5	44.4	27.7	14.7
流动负债合计	694	823	1,072	1,602	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	0	0	0	0					
非流动负债合计	26	30	30	30					
负债合计	719	853	1,102	1,632					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	792	993	1,282	1,861					
负债及股东权益合计	1,511	1,847	2,384	3,493					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	190	169	289	579					
折旧和摊销	32	50	62	68					
营运资本变动	-232	-220	-261	-468					
其他	188	466	0	0					
经营活动现金流	179	466	89	179					
资本开支	-141	112	-57	-94					
其他	-327	-647	0	0					
投资活动现金流	-468	-535	-57	-94					
股权融资	1	24	0	0					
银行借款	37	-37	0	0					
其他	-3	0	0	0					
筹资活动现金流	35	-13	0	0					
汇率变动对现金的影响	7	-23	0	0					
现金净增加额	-247	-106	32	85					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

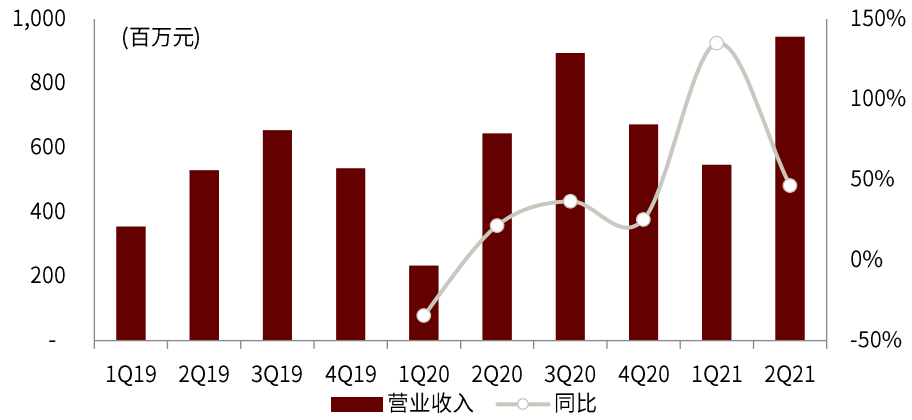
小牛电动 (Niu Technologies) 成立于 2014 年, 是全球领先的智能城市出行解决方案提供商, 公司专注于中高端锂电二轮车 (包括电动自行车和电动摩托车) 的设计、制造与销售。目前公司已推出 N、M、U、G 四个系列多款电动车和周边文化产品 NIU POWER 以及专业户外运动自行车 NIU AERO 等。公司建立至今, 国内、海外市场销量均快速增长, 2020 年全球销量达到 60 万台, 同比增长 42.8%, 占据中高端锂电二轮车行业的龙头地位。

**图表 1: 小牛电动 2Q21 业绩概览**

【中金汽车】小牛电动2Q21业绩概览						
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021
<b>电动两轮车销量(辆)</b>						
中国电动两轮车销量	34,316	154,959	245,293	137,586	144,654	246,018
占电动两轮车总销量的百分比	85.4%	96.8%	97.8%	91.4%	96.7%	97.2%
海外电动两轮车销量	5,844	5,179	5,596	12,879	4,995	6,980
占电动两轮车总销量的百分比	14.6%	3.2%	2.2%	8.6%	3.3%	2.8%
电动两轮车总销量	40,160	160,138	250,889	150,465	149,649	252,998
电动两轮车总销量同比	-39.4%	61.2%	67.9%	41.6%	272.6%	58.0%
<b>收入(元)</b>						
电动两轮车销售收入	186,017,484	579,588,269	800,383,753	577,302,891	445,214,805	815,184,455
占总收入的百分比	79.9%	89.9%	89.5%	85.9%	81.3%	86.3%
其他销售收入	46,923,024	65,346,141	94,080,515	94,686,687	102,121,760	129,560,555
占总收入的百分比	20.1%	10.1%	10.5%	14.1%	18.7%	13.7%
总收入	232,940,508	644,934,410	894,464,268	671,989,578	547,336,565	944,745,010
总收入同比	-34.4%	21.6%	36.7%	25.3%	135.0%	46.5%
<b>分品类ASP(元)</b>						
ASP-电动两轮车	4,632	3,619	3,190	3,837	2,975	3,222
ASP-其他销售收入	1,168	408	375	629	682	512
ASP	5,800	4,027	3,565	4,466	3,657	3,734
<b>按地区划分的电动两轮车销售收入(元)</b>						
中国电动两轮车销售收入	132,234,240	522,644,005	740,805,850	461,658,785	406,322,935	757,539,099
占电动两轮车总销售收入的百分比	71.1%	90.2%	92.6%	80.0%	91.3%	92.9%
中国电动两轮车销售收入同比	-47.6%	58.5%	39.2%	13.7%	207.3%	44.9%
海外电动两轮车销售收入	53,783,244	56,944,264	59,577,903	115,644,106	38,891,870	57,645,356
占电动两轮车总销售收入的百分比	28.9%	9.8%	7.4%	20.0%	8.7%	7.1%
海外电动两轮车销售收入同比	-7.7%	-53.2%	35.2%	168.8%	-27.7%	1.2%
电动两轮车总销售收入	186,017,484	579,588,269	800,383,753	577,302,891	445,214,805	815,184,455
<b>分地区ASP(元)</b>						
中国电动两轮车ASP	3,853	3,373	3,020	3,355	2,809	3,079
海外电动两轮车ASP	9,203	10,995	10,647	8,979	7,786	8,259
<b>毛利率</b>						
	23.6%	23.0%	20.9%	25.2%	23.8%	22.7%
<b>营业费用(Non-GAAP)</b>						
营销费用率	18.3%	6.6%	5.4%	8.6%	12.9%	7.0%
研发费用率	8.9%	3.2%	2.9%	4.0%	3.9%	2.8%
一般及行政开支费用率	8.7%	2.8%	2.6%	3.8%	4.8%	3.4%
<b>调整后的净利润/(亏损)(Non-GAAP)(元)</b>						
	-18,639,749	67,752,930	90,563,590	68,584,610	6,680,671	103,965,314
<b>调整后的净利润/(亏损)利润率(Non-GAAP)</b>						
	-8.0%	10.5%	10.1%	10.2%	1.2%	11.0%

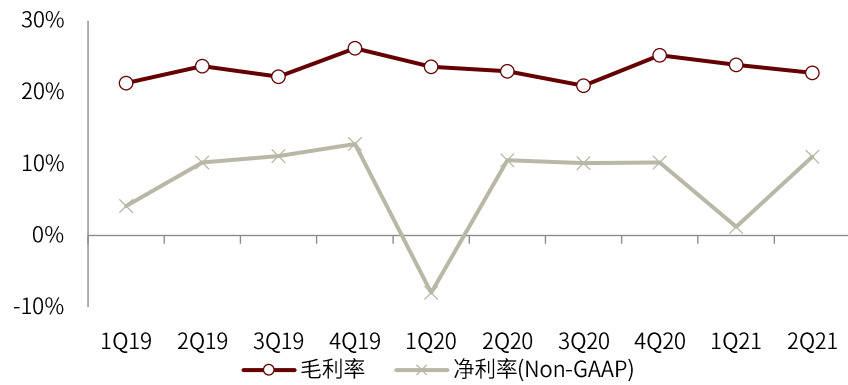
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

**图表 2： 公司季度营业收入及同比增速**



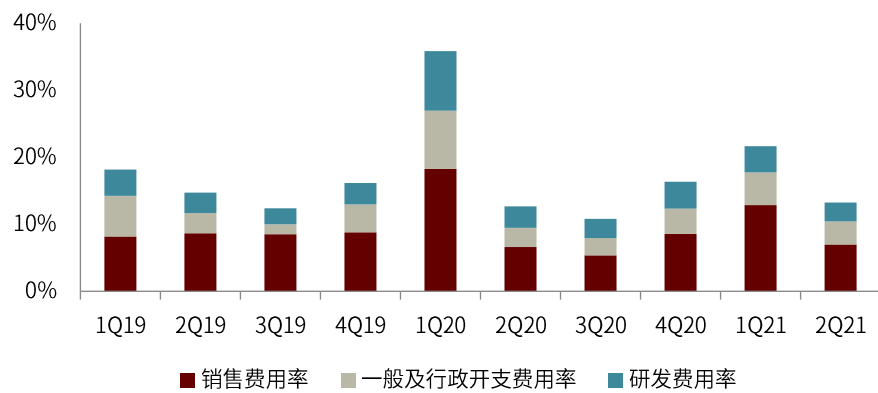
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 3： 公司季度毛利率和净利率水平**



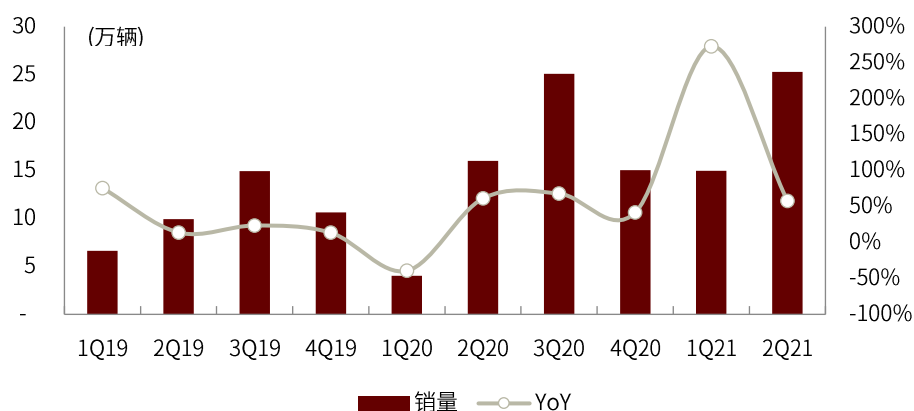
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 4： 公司季度三费情况**



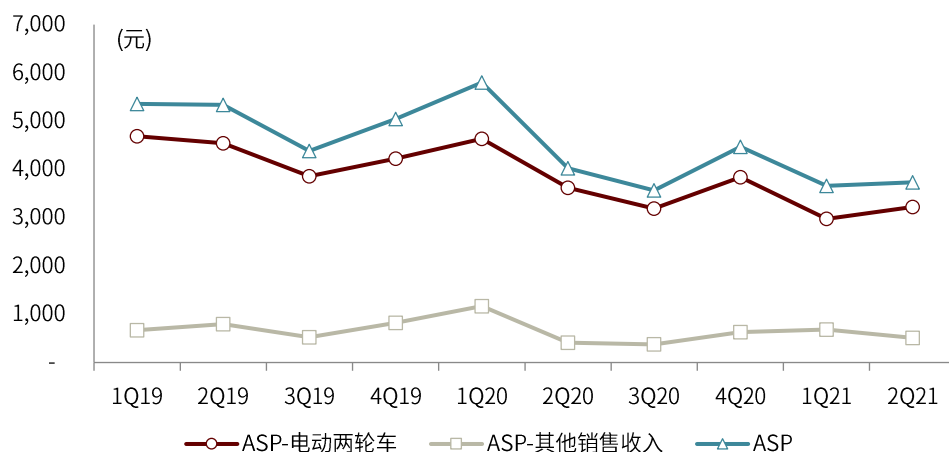
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5: 公司季度销量



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 6: 公司季度产品单价



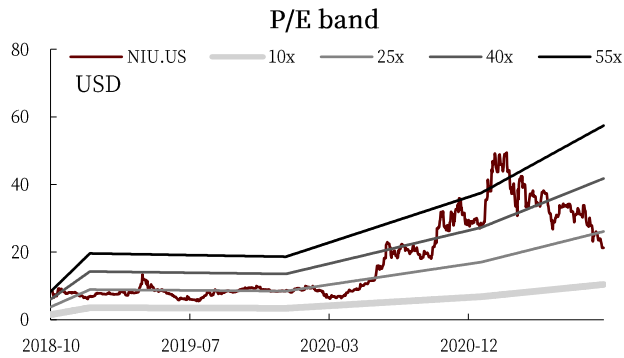
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 盈利预测调整表

百万人民币	调整前	2021E 调整后	变化	调整前	2022E 调整后	变化
营业收入	4,055	3,774	-6.9%	6,381	6,267	-1.8%
营业成本	3,201	2,992	-6.5%	4,857	4,771	-1.8%
销售管理费用	405	377	-6.9%	619	648	4.7%
研发费用	122	113	-6.9%	191	203	6.1%
净利润	308	289	-6.3%	601	579	-3.6%
非通用准则净利润	352	352	-0.0%	649	649	-0.0%

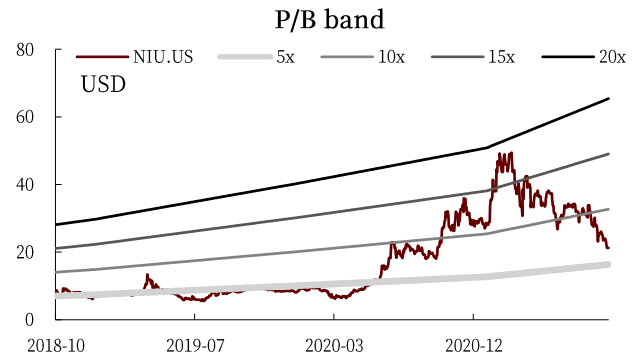
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 8：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 9：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 10：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	市盈率			市销率		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
NIU.US	小牛电动*	CNY	21.27	52.6	32.6	17.7	4.3	2.9	1.7
01585.HK	雅迪控股*	CNY	14.42	38.0	26.5	18.5	1.9	1.3	1.0
603489.SH	八方股份*	CNY	205.98	61.6	40.7	31.7	17.7	11.8	8.7
603129.SH	春风动力*	CNY	109.03	32.1(a)	23.3(a)	N.M.	2.2(a)	1.7(a)	N.M.
689009.SH	九号公司-WD*	CNY	65.13	624.1	112.7	72.8	7.6	4.9	3.3

注：采用中金预测数据，标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

A 股收盘于北京时间 2021-08-16；港股收盘于北京时间 2021-08-16；美股收盘于北京时间 2021-08-13

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或定价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。





**中国国际金融股份有限公司**

**中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004**

**电话：(+86-10) 6505 1166**

**传真：(+86-10) 6505 1156**

#### **纽约**

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

#### **伦敦**

China International Capital Corporation (UK) Limited  
25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44 - 20) 7367 5718  
Fax: (+44 - 20) 7367 5719

#### **新加坡**

China International Capital Corporation (Singapore)  
Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

#### **香港**

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话：(852) 2872-2000  
传真：(852) 2872-2100

#### **上海**

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编：200120  
电话：(86-21) 5879-6226  
传真：(86-21) 5888-8976

#### **深圳**

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路 5033 号  
平安金融中心 72 层  
邮编：518048  
电话：(86-755) 8319-5000  
传真：(86-755) 8319-9229