

小牛电动

# 2 季度销量符合预期 国内产品结构向上



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



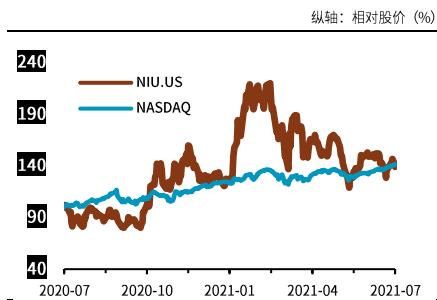
**常青**  
SAC 执证编号: S0080518110003  
SFC CE Ref: BMX565  
jing3.chang@cicc.com.cn



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

股票代码	股票评级	目标价
NIU.US	→ 跑赢行业	美元 40.00

跑赢行业	
股票代码	NIU.US
最新收盘价	美元 31.21
52 周最高价/最低价	美元 53.38-17.61
总市值(亿)	美元 24



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	2,076	2,444	4,055	6,381
增速	40.5%	17.7%	65.9%	57.4%
归属母公司净利润	210	208	352	649
增速	N.M.	-0.7%	68.8%	84.6%
每股净利润	2.74	2.64	4.61	8.51
每股净资产	10.33	12.17	16.62	24.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.33	0.81	1.86	3.61
市盈率	79.7	77.1	45.4	24.6
市净率	21.1	16.7	12.6	8.5
EV/EBITDA	72.1	58.6	36.1	18.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	15.6%	12.6%	16.1%	20.7%
平均净资产收益率	30.8%	23.8%	31.6%	41.4%

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

## 公司动态

### 公司近况

小牛电动发布 2Q21 销量: 2 季度销量为 252,998 辆, 同比+58.0%, 符合市场及我们预期。

### 评论

2 季度销量符合预期, 全年百万辆目标达成确定性进一步增强。2 季度销量达到 252,998 辆, 同比+58.0%, 按照全年 100 万辆目标销量中枢看, 2 季度销量占比达到 25%, 达历史占比均值, 符合季度销量走势和我们此前的预期。2 季度 F0/F2 新品预售上市、持续铺货中, 我们预计后续 F 系列其他车型、C 系列及 M/U 换代车型也将陆续上市铺货, 有望持续带动销量增长。

海外占比下降、但国内结构明显改善。从销售结构看, 2 季度国内销量达到 246,018 辆, 海外销量为 6,980 辆, 海外销量环比提升、但占比降至 2.8% (1q21 为 3.3%), 海运问题仍然影响海外市场的交付; 此外, 2 季度 G0+F0 销量占比达到 30.4%, 相比 1 季度接近 40% 水平有大幅下降, 主要系 G0 在 F0 上市前进行促销带动 1 季度高占比; 相比之下 F2、M 以及 U 系列销量占比提升, 利好国内产品结构向上。此外, 2 季度新增门店 450 个, 国内门店数量达到 2366 个, 渠道扩张继续提速。

预计 2 季度 ASP 环比略有回升, 收入符合指引。综合考虑销售结构、周边产品销售的情况, 我们预计 2 季度整体 ASP 在 3700 元左右, 其中新车 ASP 在 3300 元左右, 环比+10%, 主要受益于 G0 销量占比下降、5 月上调销售价格。对应 2 季度收入有望达到 9.4 亿元左右, 符合 9-10.3 亿元指引。利润端来看, 2 季度原材料涨价的影响开始体现, 但公司通过涨价能够形成较好对冲, 叠加产品结构向上, 有望带动毛利率环比基本稳定。2 季度费用支出相对稳定, 销量规模增长, 我们预计净利率有望达到去年 2-4 季度水平。

### 估值与建议

当前股价对应 2022 年 25 倍 P/E。我们维持跑赢行业评级及盈利预测不变, 维持目标价 40 美元, 对应 2022 年 30 倍 P/E, 较现价具有 28.2% 上行空间。

### 风险

海外市场恢复不及预期; 竞争加剧带动价格战。



## 财务报表和主要财务比率

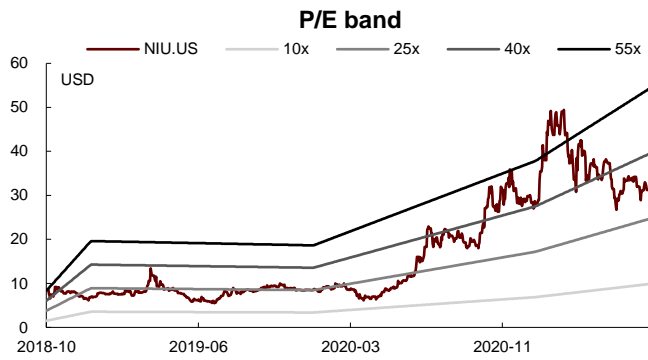
财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	2,076	2,444	4,055	6,381	营业收入	40.5%	17.7%	65.9%	57.4%					
营业成本	-1,590	-1,885	-3,201	-4,857	营业利润	N.M.	-5.5%	120.3%	118.7%					
销售管理费用	-262	-306	-405	-619	EBITDA	N.M.	19.2%	60.2%	92.3%					
研发费用	-67	-105	-122	-191	净利润	N.M.	-0.7%	68.8%	84.6%					
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>									
营业利润	157	148	326	714	毛利率	23.4%	22.9%	21.1%	23.9%					
财务费用	6	1	3	5	营业利润率	7.6%	6.1%	8.1%	11.2%					
其他利润	36	40	33	33	EBITDA 利润率	10.8%	11.0%	10.6%	13.0%					
利润总额	198	190	362	752	净利润率	10.1%	8.5%	8.7%	10.2%					
所得税	-8	-21	-54	-150	<b>偿债能力</b>									
净利润	190	169	308	601	流动比率	1.89	1.91	1.84	1.90					
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	1.63	1.74	1.65	1.70					
非通用准则净利润	210	208	352	649	现金比率	0.97	0.65	0.49	0.44					
EBITDA	225	268	430	827	资产负债率	47.6%	46.8%	50.4%	49.7%					
<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	532	610	789	<b>回报率分析</b>									
应收账款及票据	115	102	169	266	总资产收益率	15.6%	12.6%	16.1%	20.7%					
存货	179	142	241	366	净资产收益率	30.8%	23.8%	31.6%	41.4%					
其他流动资产	341	778	1,291	2,032	<b>每股指标</b>									
流动资产合计	1,311	1,555	2,311	3,453	每股净利润 (元)	2.74	2.64	4.61	8.51					
固定资产及在建工程	151	190	160	145	每股净资产 (元)	10.33	12.17	16.62	24.49					
无形资产及其他长期资产	8	6	26	57	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00					
非流动资产合计	200	250	244	260	每股经营现金流 (元)	2.33	0.81	1.86	3.61					
资产合计	1,511	1,804	2,555	3,713	<b>估值分析</b>									
短期借款	217	180	180	180	市盈率	79.7	77.1	45.4	24.6					
应付账款	259	398	675	1,025	市净率	21.1	16.7	12.6	8.5					
其他流动负债	217	236	401	609	EV/EBITDA	72.1	58.6	36.1	18.6					
流动负债合计	694	814	1,257	1,813	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	844	1,287	1,844										
少数股东权益	0	0	0	0										
股东权益合计	792	960	1,268	1,869										
负债及股东权益合计	1,511	1,804	2,555	3,713										
<b>现金流量表</b>														
税前利润	190	169	308	601										
折旧和摊销	32	80	71	80										
营运资本变动	-232	-229	-236	-406										
其他	188	44	0	0										
经营活动现金流	179	64	142	276										
资本开支	-141	-117	-61	-96										
其他	-327	-13	-4	-1										
投资活动现金流	-468	-130	-64	-96										
股权融资	1	0	0	0										
银行借款	37	-37	0	0										
其他	-3	4	0	0										
筹资活动现金流	35	-33	0	0										
汇率变动对现金的影响	7	0	0	0										
现金净增加额	-247	-100	78	179										

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

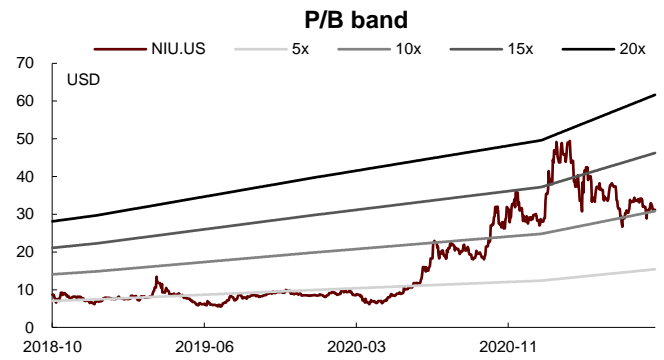
小牛电动 (Niu Technologies) 成立于 2014 年, 是全球领先的智能城市出行解决方案提供商, 公司专注于中高端锂电二轮车 (包括电动自行车和电动摩托车) 的设计、制造与销售。目前公司已推出 N、M、U、G 四个系列多款电动车和周边文化产品 NIU POWER 以及专业户外运动自行车 NIU AERO 等。公司建立至今, 国内、海外市场销量均快速增长, 2020 年全球销量达到 60 万台, 同比增长 42.8%, 占据中高端锂电二轮车行业的龙头地位。

图表 1：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 2：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 3: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	市值 (百万 元)	收盘价	财报货币	市盈率		市净率	
						2021E	2022E	2021E	2022E
600104.SH	上汽集团*	CNY	245,937	21.05	CNY	8.8	8.0	0.9	0.8
601238.SH	广汽集团*	CNY	112,917	13.15	CNY	15.9	11.8	1.5	1.4
601633.SH	长城汽车*	CNY	347,498	46.06	CNY	44.4	33.8	6.6	5.8
000625.SZ	长安汽车*	CNY	133,190	19.99	CNY	21.3	17.9	1.9	1.7
600418.SH	江淮汽车*	CNY	21,546	11.38	CNY	49.3	38.5	1.6	1.6
000550.SZ	江铃汽车*	CNY	15,673	23.31	CNY	16.2	11.1	2.2	1.9
600066.SH	宇通客车*	CNY	29,192	12.90	CNY	22.0	12.1	1.9	1.7
000338.SZ	潍柴动力*	CNY	142,003	17.01	CNY	12.7	11.5	2.0	1.8
000951.SZ	中国重汽*	CNY	21,693	25.85	CNY	8.0	7.5	1.1	1.0
600741.SH	华域汽车*	CNY	77,179	24.48	CNY	11.3	10.0	1.4	1.3
600660.SH	福耀玻璃*	CNY	131,088	52.64	CNY	32.9	25.4	5.6	4.9
601799.SH	星宇股份*	CNY	58,544	211.50	CNY	38.6	29.5	8.6	7.4
600699.SH	均胜电子*	CNY	36,241	26.49	CNY	27.2	18.9	2.0	1.9
601689.SH	拓普集团*	CNY	35,177	31.92	CNY	27.3	21.8	4.0	3.5
603997.SH	继峰股份*	CNY	8,673	8.13	CNY	17.7	12.8	1.7	1.5
002050.SZ	三花智控*	CNY	82,607	23.00	CNY	41.1	35.4	7.2	6.3
002048.SZ	宁波华翔*	CNY	13,151	21.00	CNY	11.0	9.2	1.2	1.1
002126.SZ	银轮股份*	CNY	8,032	10.14	CNY	16.7	12.8	1.8	1.6
300258.SZ	精锻科技*	CNY	6,316	13.11	CNY	22.5	20.8	1.9	1.8
600297.SH	广汇汽车*	CNY	23,439	2.89	CNY	7.7	6.4	0.5	0.5
002283.SZ	天润工业*	CNY	6,144	5.41	CNY	10.1	8.3	1.1	1.0
000581.SZ	威孚高科*	CNY	19,341	20.47	CNY	7.6	7.8	1.1	1.0
002434.SZ	万里扬*	CNY	11,390	8.50	CNY	14.1	12.9	1.7	1.6
600933.SH	爱柯迪*	CNY	10,762	12.50	CNY	19.5	13.4	2.3	2.1
688208.SH	道通科技*	CNY	41,490	92.20	CNY	64.8	49.5	14.0	11.9
603305.SH	旭升股份*	CNY	15,003	33.56	CNY	29.5	21.6	4.1	3.5
603348.SH	文灿股份*	CNY	8,357	31.96	CNY	26.7	17.6	2.9	2.6
689009.SH	九号公司-WD*	CNY	52,856	75.07	CNY	129.9	83.9	10.5	9.3
02238.HK	广汽集团*	HKD	112,917	6.80	CNY	7.1	5.2	0.7	0.6
02333.HK	长城汽车*	HKD	347,498	25.80	CNY	21.4	16.3	3.2	2.8
01114.HK	BRILLIANCE	HKD	30,650	7.30	CNY	3.8	3.2	0.6	0.5
02338.HK	潍柴动力*	HKD	142,003	16.46	CNY	10.6	9.6	1.7	1.5
03808.HK	中国重汽*	HKD	32,811	14.28	CNY	5.0	4.7	0.9	0.8
03606.HK	福耀玻璃*	HKD	131,088	50.80	CNY	27.2	21.1	4.6	4.0
01316.HK	耐世特*	HKD	22,004	10.54	USD	13.1	11.3	1.5	1.3
00881.HK	中升控股*	HKD	141,721	73.55	CNY	20.2	16.9	4.5	3.7
03669.HK	永达汽车*	HKD	22,889	13.92	CNY	11.1	9.4	1.8	1.6
01585.HK	雅迪控股*	HKD	40,677	16.32	CNY	30.0	21.0	9.3	7.6
200625.SZ	长安 B*	HKD	133,190	5.90	CNY	5.4	4.5	0.5	0.4
200581.SZ	苏威孚 B*	HKD	19,341	15.45	CNY	4.9	5.1	0.7	0.6
NIO.US	蔚来*	USD	533,822	50.40	CNY	N.M.	180.6	27.6	24.0
LI.US	理想汽车*	USD	191,048	32.67	CNY	N.M.	129.8	6.8	6.5
XPEV.US	小鹏汽车(XPENG)	USD	266,745	43.66	CNY	N.M.	N.M.	7.7	8.1
TSLA.US	特斯拉	USD	4,221,517	677.92	USD	152.8	105.1	24.6	19.3
NIU.US	小牛电动*	USD	15,388	31.21	CNY	45.4	24.6	12.6	8.5

注: 标\*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据; 其余使用市场一致预期

A 股收盘于北京时间 2021-07-06; 港股收盘于北京时间 2021-07-06; XPEV.US, TSLA.US 收盘于北京时间 2021-07-01; NIO.US, LI.US, NIU.US 收盘于北京时间 2021-07-02

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

#### 美国

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

#### 英国

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