

小牛电动 (NIU.O)

电动两轮车的特斯拉

公司是国内锂电自行车龙头。公司成立于2014年，目前是国内最大的锂电池自行车公司，并在欧洲中端电动车市场排名第三。2018年公司登陆纳斯达克，并在全年实现全球销量34万辆，同比增长79.2%，海外销售占比翻倍。公司共推出N、M、U三个系列产品，销售网点覆盖国内150个城市，全球20个国家。

电动自行车行业销量稳定，结构性剧变。我国是全球电动自行车生产和销售第一大国，2017年累计生产3097万辆，同比增长0.55%，累计销售3200万，累计保有量已达2.5亿辆。从结构来看，铅酸电池自行车占据国内市场约90%份额，锂电池占10%。新修订《电动自行车安全技术规范》于2019年4月15日正式实施，新国标落地有利于低端产能出清，锂电车型有望实现对铅酸电池的大量替代：**新标准要求电动自行车整备质量小于55kg，铅酸电池在保证续航的情况下难以满足新国标，而锂电池的重量仅为铅酸电池的1/3，兼顾续航和重量要求。**考虑到消费意愿及监管力度，假定城市地区未来锂电车型渗透率达到80%，有望催生1500万辆/年的升级空间。

品牌价值造就护城河，公司显著受益行业空间快速提升。公司作为锂电电动车龙头，致力于打造电动两轮车市场中生活方式品牌：1) 产品多次获得德国红点等设计大奖，品牌设计感深入人心；2) 相比于传统电动车品牌，嵌入了智能中枢ECU，通过遍布车内的传感器以及NIU CLOUD智能云进行数据收集与分析为用户带来智能骑行体验；3) 注重粉丝运营，多渠道打造品牌文化，形成用户品牌价值认同感。从电池成本来看，锂电池在2100-2300元左右，而铅酸电池在700-800元左右，**锂电池化必然导致造车成本提高，电动车价格中枢上移。**而公司作为行业最先开拓了锂电两轮电动车品类的企业，拥有充足的技术储备以及强大的品牌价值，必将受益政策红利。

盈利预测与估值。我们看好小牛电动在锂电自行车领域的护城河优势，受益政策催化下的市场空间快速提升。预计2019-2021年实现归属净利润2330万元/1.93亿元/3.94亿元人民币，对应PE 144.7/17.4/8.5倍，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧导致单车价值下滑；海外市场存在一定的不确定性；新国标政策执行力度或不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	769	1,478	2,260	3,177	4,466
增长率 yoy (%)	116.8%	92.1%	52.9%	40.6%	40.6%
归母净利润(百万元)	-184.7	-349.0	23.3	193.3	394.4
增长率 yoy (%)	-20.7%	89.0%	-106.7%	730.0%	104.0%
EPS 最新摊薄(元/股)	-1.24	-2.35	0.16	1.30	2.65
净资产收益率(%)	211.3%	-61.2%	3.6%	22.3%	30.4%
P/E(倍)	-18.2	-9.7	144.7	17.4	8.5
P/B(倍)	-38.56	5.91	5.26	3.88	2.60

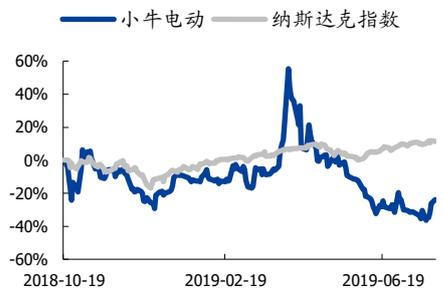
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	其他交运设备
最新收盘价(ADS, 美元)	6.59
总市值(百万美元)	490
总股本(百万股)	149
其中自由流通股(百万股)	128

股价走势



作者

分析师 程似麒

执业证书编号: S0680519050005

邮箱: chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱: liruofei@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	408	1120	1513	2118	3073	营业收入	769	1478	2260	3177	4466
现金	112	569	666	987	1543	营业成本	715	1279	1875	2589	3573
应收账款	10	54	83	117	164	营业税金及附加					
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	83	150	181	191	223
预付账款						管理费用	76	274	79	105	143
存货	88	142	218	306	430	财务费用	39	92	90	95	134
其他流动资产	112	206	315	443	623	资产减值损失					
非流动资产	96	66	58	52	47	公允价值变动收益					
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益					
固定投资	29	41	35	30	25	营业利润	-144	-317	34	197	393
无形资产	1	8	7	6	5	营业外收入	-2	-5	15	20	23
其他非流动资产	66	17	17	17	17	营业外支出	-38	-27	-26	-24	-22
资产总计	504	1185	1572	2170	3120	利润总额	-185	-349	23	193	394
流动负债	578	597	913	1283	1804	所得税	0	0	0	0	0
短期借款	320	180	275	387	544	净利润	-185	-349	23	193	394
应付账款	125	250	382	537	755	少数股东收益	0	0	0	0	0
其他流动负债	134	167	256	360	506	归属母公司净利润	-185	-349	23	193	394
非流动负债	13	18	18	18	18	EBITDA	-173	-325	37	198	393
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	-1.24	-2.35	0.16	1.30	2.65
其他非流动负债	13	18	18	18	18						
负债合计	591	615	931	1301	1822						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	0.04	0.10	0.10	0.10	0.10	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	440	1717	1717	1717	1717	成长能力					
留存收益	-771	-1124	-1067	-839	-410	营业收入 (%)	116.8%	92.1%	52.9%	40.6%	40.6%
归属母公司股东收益	-87	570	641	869	1298	营业利润 (%)	-36.3%	120.0%	-110.7%	481.1%	99.6%
负债和股东权益	504	1185	1572	2170	3120	归属母公司净利润 (%)	-20.7%	89.0%	-106.7%	730.0%	104.0%
						盈利能力					
						毛利率 (%)	7.1%	13.4%	17.0%	18.5%	20.0%
						净利率 (%)	-24.0%	-23.6%	1.0%	6.1%	8.8%
						ROE (%)	211%	-61%	4%	22%	30%
						ROIC (%)	244%	-59%	1%	20%	28%
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	117%	52%	59%	60%	58%
						净负债比率 (%)	-238%	-68%	-61%	-69%	-77%
						流动比率	0.7	1.9	1.7	1.7	1.7
						速动比率	0.6	1.6	1.4	1.4	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7
						应收账款周转率	49.7	45.6	32.8	31.7	31.7
						应付账款周转率	7.8	7.9	7.2	6.9	6.9
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	-1.24	-2.35	0.16	1.30	2.65
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.14	3.07	0.35	1.35	2.78
						每股净资产 (最新摊薄)	-0.59	3.84	4.31	5.84	8.73
						估值指标 (倍)					
						P/E	-18.2	-9.7	144.7	17.4	8.5
						P/B	-38.56	5.91	5.26	3.88	2.60
						EV/EBITDA	-18.44	-8.21	70.05	11.36	4.32

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、全球领先智能城市出行解决方案提供商	5
二、电动自行车行业销量稳定，结构性剧变	7
2.1 国内已进入成熟市场，海外尚有增量空间	7
2.2 趋势走向集中，巨头优势明显，中游格局未定	10
2.3 未来行业新动力一：政策催化，锂电车型渗透率提升	11
2.4 未来行业新动力二：年青一代的高端化需求	13
三、品牌价值铸造锂电两轮车龙头护城河	15
3.1 多维度打造公司品牌价值	15
3.1.1 把握时代设计潮流，多次荣膺国际设计大奖	15
3.1.2 打造智能电动车概念，创行业之先河	17
3.1.3 创造电动车品牌文化	18
3.1.4 研发营销投入占行业前列	18
3.2 通过打造生活方式品牌，享有高价定价权	20
3.3 新国标升级，公司在产品上具有先发优势，品牌价格已被广泛接受	21
3.4 实现多元业态布局	23
3.4.1 大数据平台以及 NIU Inspire 分析工具实现数据合作及业务拓展	23
3.4.2 作为生活方式品牌的优势，公司开发与销售生活方式配件	24
3.4.3 两轮车市场全方位布局	25
3.5 开拓海外市场	26
3.6 市场空间测算	28
盈利预测与估值	28
风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司产品谱系包含 N, M, U 三个系列	5
图表 2: 截至 2018 年底公司股权结构	5
图表 3: 公司发展历史大事记	6
图表 4: 公司 2016-2018 年分系列销量表	7
图表 5: 电动自行车产业链	8
图表 6: 2011-2017 年以来我国电动自行车产量	8
图表 7: 我国电动助力车保有量 (量/每百户家庭)	8
图表 8: 2014 年-2018 年我国电动自行车出口量	9
图表 9: 2014 年-2018 年我国电动自行车出口额及出口单价	9
图表 10: 电动自行车主要出口国家 (2016 年)	9
图表 11: 海外市场出口额约 10%-20% 增速	10
图表 12: 电动自行车产能主要集中地	10
图表 13: 各产能集中地的主要品牌	10
图表 14: 2017 年 CR10 50.62%，同比+4.6 PCT，同时爱玛、雅迪优势明显。	11
图表 15: 我国电动车行业法规和规范梳理	11
图表 16: 《电动自行车安全技术规范》修订主要内容	12
图表 17: 锂电池与铅酸电池性能对比	12
图表 18: 监管力度对电动车型选择的影响	13
图表 19: 目前锂电车型渗透率	13
图表 20: 主流品牌关注度统计	13

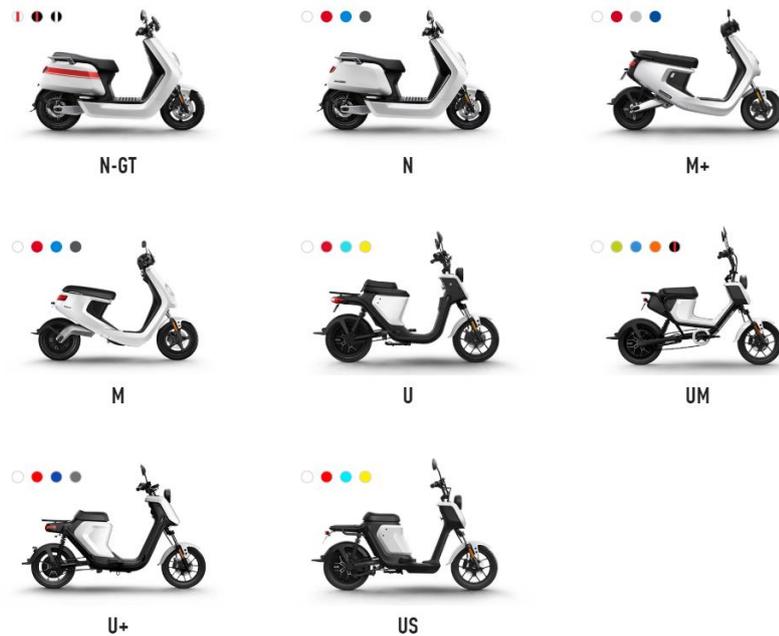
图表 21: 品牌关注度季度排名	13
图表 22: 消费者购车心理价位变化情况	14
图表 23: 消费者对锂电车型和铅酸车性心理价位对比	14
图表 24: 电动摩托及燃油摩托销量(万辆)对比	14
图表 25: 各品牌单车售价对比(元)	15
图表 26: 公司成立以来大事记	15
图表 27: M1 车型 2017 年斩获 7 项国际大奖	16
图表 28: M1 小牛电动车设计草图	16
图表 29: M 系列小牛电动车构照图	16
图表 30: 中国市场中各大锂电池电动车品牌车型(截至 2019 年 7 月)	17
图表 31: 公司自主研发 CLOUD-ECU 智能中央控制器	17
图表 32: M 系列小牛电动车构照图	17
图表 33: 公司自主研发 CLOUD-ECU 智能中央控制器	18
图表 34: M 系列小牛电动车构照图	18
图表 35: 公司产品作为马拉松赛事的官方 MedAid 工具	19
图表 36: 迈凯伦限量版 NIU-McLaren 智能电动滑板车	19
图表 37: 公司全球足迹布局(截至 2018 年 12 月 31 日)	19
图表 38: 16-18 行业营销费用占营收比值	20
图表 39: 16-18 研发支出占营收比值	20
图表 40: 小牛电动旗下品牌车型售价(截至 2019 年 4 月 17 日)	20
图表 41: 16-18 电动自行车单均收入	21
图表 42: 雅迪、爱玛、小牛相似产品性能价格对比	22
图表 43: 公司 2019 年发布 US、U+ 车型	22
图表 44: 16-18 公司三大产品系列销量	23
图表 45: 16-18 公司三大产品系列销量占比	23
图表 46: 官网实时更新累积里程数据	23
图表 47: 官网实时更新里程日数据	23
图表 48: NIU COVER 人车保障服务理赔标准	24
图表 49: 公司推出的滑板车配件与周边产品	25
图表 50: 16-18 公司配件及零部件销售收入及营收占比	25
图表 51: 公司全球足迹布局(截至 2018 年 12 月 31 日)	26
图表 52: 小牛电动 MOVO 共享版	27
图表 53: 公司在众筹平台 Indiegogo 上开启众筹预售	27
图表 54: 16-18 海外业务营收增长	28
图表 55: 16-18 海外业务营收占比	28
图表 56: 市场空间计算	28
图表 57: 公司 2019-2021 年分业务收入预测	29
图表 58: 可比公司估值对比	29

一、全球领先智能城市出行解决方案提供商

公司成立于2014年9月，目前已成为全球领先的智能城市出行解决方案提供商，致力于为全球用户提供更便捷环保的智能城市出行工具。**2017年**公司在**中国的锂电池驱动电动车市场中占据领先地位，是中国最大的锂电池驱动的电动车公司，并在欧洲中端电动车市场排名第三。**

公司通过“小牛电动车型+小牛电动APP+汽车4S级服务标准”，打造一站式全方位服务体系，推动电动车行业的变革与产品升级。截至目前小牛电动在国内有600多个销售网点，覆盖超过150个城市，进入海外20多个国家，为全球用户提供更丰富、更优质的产品和服务。

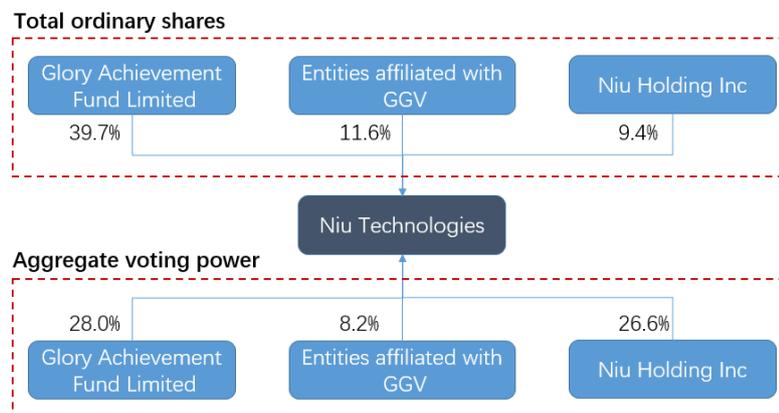
图表1: 公司产品谱系包含N, M, U三个系列



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司于2014年9月正式成立，并于2015年6月发布第一款车型小牛电动N1。2016年4月公司发布小牛电动M1，同年8月小牛电动进入欧洲市场。2017年4月，公司发布小牛电动U1，同年年底国内共有体验店/专卖店440家。2018年10月，公司于美国纳斯达克上市。

图表2: 截至2018年底公司股权结构



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

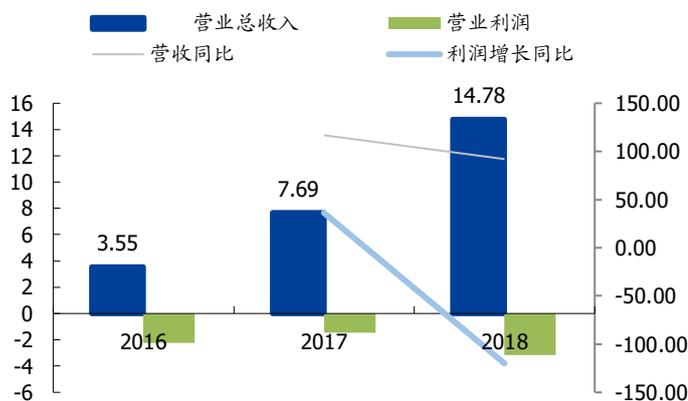
图表 3: 公司发展历史大事记

时间	历史大事记
2014.09	牛电科技正式成立
2015.06	发布第一款车型小牛电动 N1; 京东众筹 7200 万, 刷新国内产品类众筹记录
2015.10	单日销售额破亿
2015.11	小牛电动 N1 在米兰国际两轮车展会亮相; 开辟“牛油保”业务
2016.04	发布小牛电动 M1 系列
2016.08	小牛电动进入欧洲市场; N1S 系列获得天猫超级品牌电动车行业销量第一
2016.10	小牛电动全球用户累计骑行里程突破一亿公里
2017.04	发布小牛电动 U1 系列
2017.10	小牛电动惊艳亮相 innersect, 成为首款现身潮流展的两轮电动车品牌
2017.11	全新概念车 project X 在米兰国际两轮车展会 Eicma 亮相
2017.12	国内共有体验店/专卖店 440 家, 全球累计销售超过 30 万台小牛电动车
2018.03	小牛电动 M1 包揽德国红点、德国 IF、美国 IDEA、日本 G-MARK、中国红星、台湾 Golden pin、香港 DFA 等国际大奖
2018.04	小牛电动全球用户累计骑行里程突破十亿公里
2018.06	巴黎卢浮宫发布小牛电动 N-GT 及 M+两款新车
2018.06	国内共有体验店/专卖店超过 570 家, 全球累计销售超过 43 万台小牛电动车
2018.08	开发 NIU Care, 开启全方位品牌售后服务
2018.08	公司发布小牛电动 UM
2018.10	公司于纳斯达克上市, 发行价 9USD, 发行数量 700 万股

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

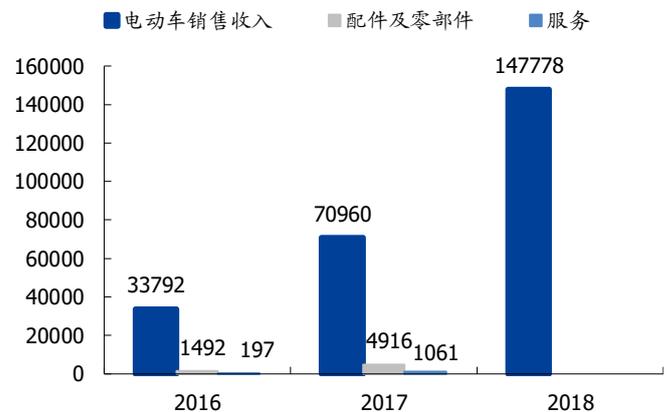
2018 全年营收创新高, 四季度表现良好。小牛电动全年收入 14.78 亿元, 包含四季度净收入 4.28 亿元, 同比 2017 年增长超过 90%, 其中第四季度小牛电动净收入较 2017 年同期增长 95%。

图表 4: 公司 2016-2108 年营业收入快速增长 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

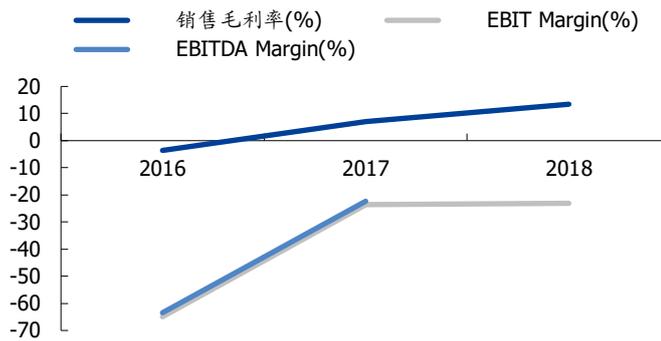
图表 5: 公司 2016-2018 年分业务收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

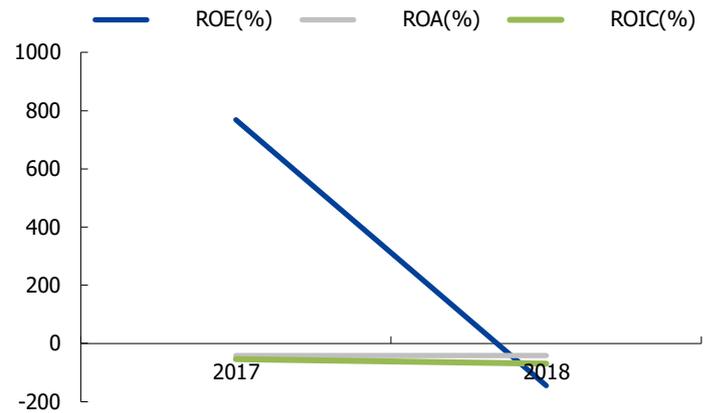
2018 年全年毛利率为 13.4%, 较 2017 年的 7.1% 大幅增长, 主要受零售价格上涨和产品结构变化的推动。2018 年的平均数据显示, 每辆电动滑板车的成本为 3767 元, 略低于 2017 年的 3772 元。

图表 6: 公司 2016-2018 年销售毛利率、EBIT、EBITDA



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司 2016-2018 年 ROE、ROA、ROIC



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018 年全年, 小牛电动实现全球销量 34 万辆, 同比增长 79.2%, 海外销售占比翻倍。第四季度销售了 93611 辆电动摩托车, 同比增长 77.9%。毛利率同比增长 9 个百分点, 达到 13.5%。

图表 4: 公司 2016-2018 年分系列销量表

	2016		2017		2018	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
NSeries	50,910	60%	86,524	45.7%	117,289	34.5
MSeries	33,969	40%	54,001	28.5%	122,233	36.0
USeries	—	—	48,942	25.8%	100,063	29.5
Total	84,879		189,467		339,585	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

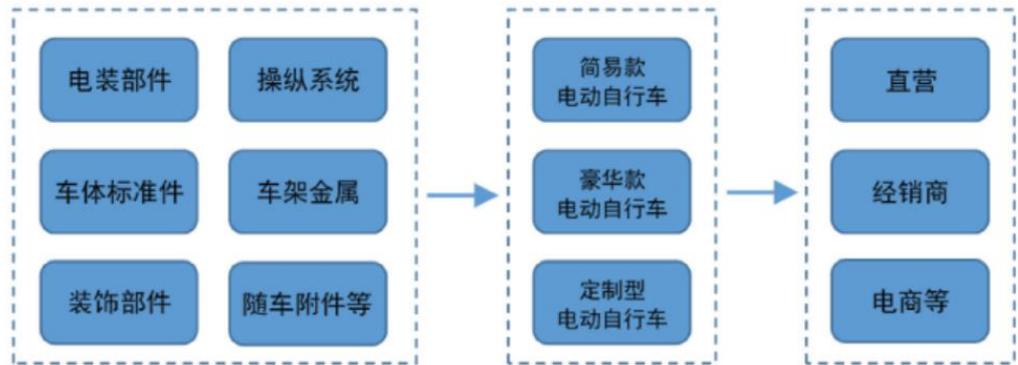
按照往常的周期来看, 第四季度是电动车传统销售淡季, 小牛电动却较上年同期取得较好的增长, 主要源于产品线的持续丰富和国内外销售渠道的快速拓展。中国市场电动车销售净收入占 89.3%, 海外市场占 10.7%, 海外市场收入占比同比增长 5.4%。

二、电动自行车行业销量稳定, 结构性剧变

2.1 国内已进入成熟市场, 海外尚有增量空间

电动自行车是以车载蓄电池作为辅助能源, 具有脚踏骑行能力, 能实现电助动或电驱动功能的两轮自行车。其上游供应商包括电装部件, 车体部分的车架、车体标准件、装饰部件以及随车附件等。其中电装部件的电机、蓄电池、控制器为核心原材料, 由企业自行研发或第三方供货, 车架为的核心部件, 由车企自行生产。下游销售渠道包括经销商、直营以及电商等, 其中经销模式是主要的销售销售模式。

图表 5: 电动自行车产业链

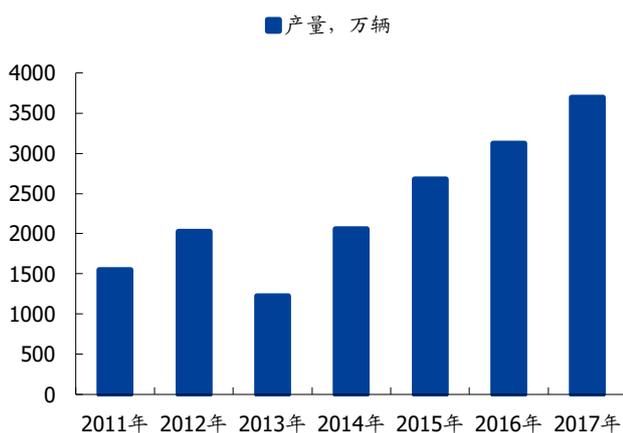


资料来源：爱玛科技招股说明书，国盛证券研究所

行业已进入成熟期，年产/销量约 3000 多万辆。我国是全球电动自行车生产和销售第一大国，经过多年发展，行业已逐渐进入成熟期。根据自行车协会及中国轻工业网数据，2017 年累计生产 3097 万辆，同比增长 0.55%，累计销售 3200 万辆，产销大致平衡。2018 年产销水平略有下滑，主要原因在于：1) 部分用户需求下降，包括作为电动车购买主力人群之一的流动人口和外来务工人员下降；2) 新国标的发布和各地针对“超标车”的整顿工作，消费者短期观望情绪显著。未来随着新增购买、换新和产品升级需求逐步复苏，行业产销水平将逐步恢复。

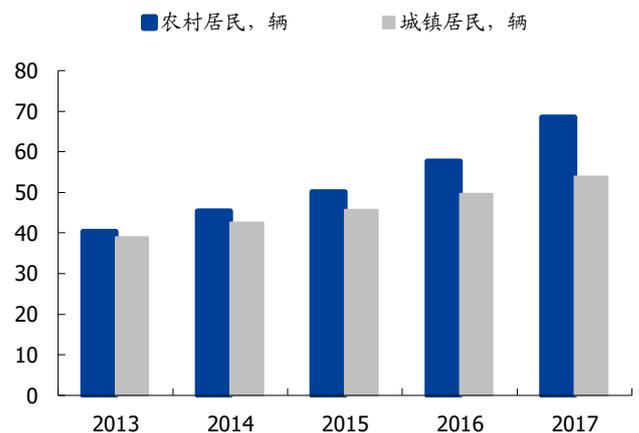
从保有量上看，国内保有量已达 2.5 亿辆，未来以存量升级/替代为主。根据中国自行车协会，2010 年底，我国电动自行车保有量为 1.2 亿辆，此后经历快速成长期，2014 年已经达到 1.91 亿辆，截至 2018 年，我国电动自行车保有量约 2.5 亿辆，行业发展已比较稳健。分地区看，农村地区是行业保有量增长的主要区域，考虑到城市地区的牌照监管将日益严格，未来城市地区将以升级/替代为主。

图表 6: 2011-2017 年以来我国电动自行车产量



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

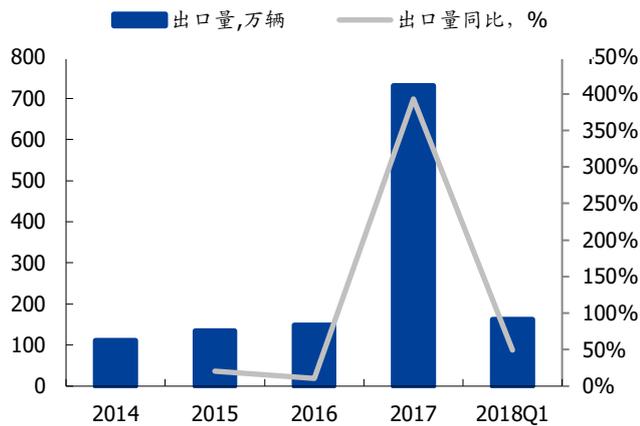
图表 7: 我国电动助力车保有量 (量/每百户家庭)



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

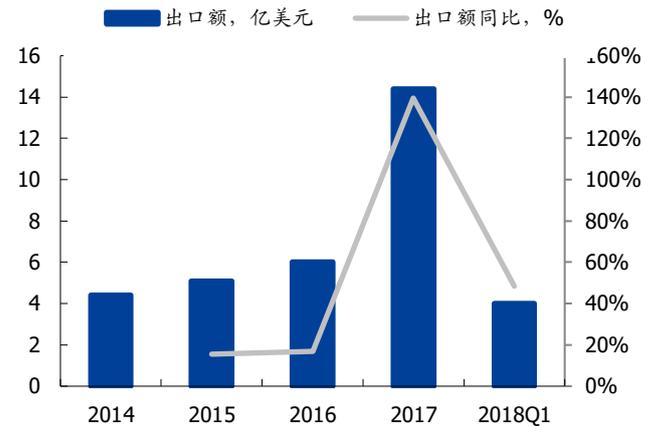
目前出口比例约 5%，出口单价约 400 美元/辆。在国内电动车市场趋于饱和，竞争加剧的情况之下，许多电动车企业把目光转向了欧美、越南、印度等海外市场。2017 年我国电动自行车共出口 730 万辆，占产量比例为 23.57%，出口额 14.4 亿美元，出口均价 197.3 美元，而 2016 年出口销量为 148.1 万辆，出口单价为 408.1 美元，考虑到海关总署 2017 年调整统计口径，包含电动摩托车、电动独轮车等，我们认为 2016 年之前的数据更具有说服力，则出口比例较为稳定，约 5%，出口单价约 400 美元/辆。

图表 8: 2014年-2018年我国电动自行车出口量



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所 (2017年起变更统计口径, 包含电动摩托车、电动独轮车等)

图表 9: 2014年-2018年我国电动自行车出口额及出口单价



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所 (2017年起变更统计口径, 包含电动摩托车、电动独轮车等)

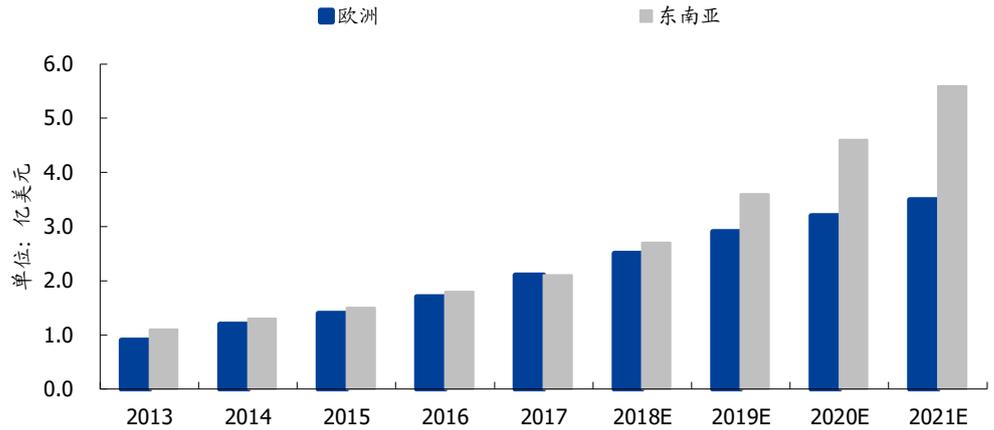
主要出口欧美及东南亚, 约 10%-20% 市场增速。分地区看, 前十位出口国家主要包括欧美及东南亚。在欧盟国家由于 ECA 监管, 仅允许锂离子电池供电, 因此销售电动车主要锂电自行车为主。东南亚国家由于电动自行车从渗透率较低, 2017 年为 9.1%, 也是未来重要的增量市场, 其车型对于锂电/铅酸电池并没有明确的规定。考虑到海外市场未来渗透率进一步提升, 行业有望维持 10%-20% 的空间增速。

图表 10: 电动自行车主要出口国家 (2016 年)

国家	出口量 /万辆	同比 增长/%	出口额 /万美元	同比 增长/%	单价 /美元	同比 增长/%
越南	29.1	-19.9	8778.0	-10.3	302.1	11.9
美国	16.7	14.9	5618.6	34.9	336.1	17.4
荷兰	14.7	31.9	11900.6	45.7	811.1	10.5
菲律宾	7.5	43	1982.1	12.9	263.8	-21.1
朝鲜	5.8	304.2	1707.5	281.4	294.4	-5.6
以色列	5.6	-3.9	2194.8	-9.6	389.5	-6
比利时	5.6	61	2930.0	45.5	524.6	-9.6
德国	5.4	63.8	2407.1	51.6	446	-7.4
日本	4.6	25.4	1735.3	48	375.5	18
英国	4.1	20.8	1987.4	37.4	484.4	13.7
合计	99.1	12.2	41241.5	25.1	416.1	11.5

资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

图表 11: 海外市场出口额约 10%-20%增速



资料来源: 小牛电动招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 趋势走向集中, 巨头优势明显, 中游格局未定

我国电动车主要传统大产地: 北有天津、南有无锡、台州以及广东地区。其中, 天津是中国最早的电动车生产基地, 以自行车起家, 齐聚了爱玛、小刀等一大批知名企业; 无锡是目前电动自行车行业两家上市公司新日和雅迪的总部所在; 台州是电摩品类聚集地, 依托区位和制造优势, 以及塑膜优势, 成为中国电动车最大的模具供应基地, 聚集了立马、绿佳等一批知名企业; 广东知名品牌有台铃。

图表 12: 电动自行车产能主要集中地



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 13: 各产能集中地的主要品牌

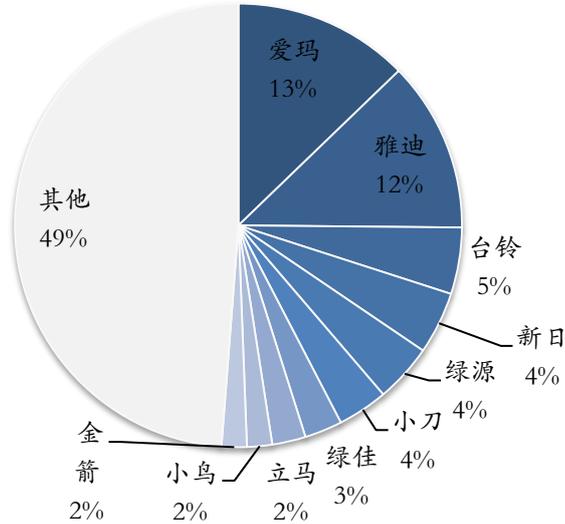


资料来源: 中国轻工业网, 国盛证券研究所

从品牌销量上看, 行业集中度提升, 爱玛&雅迪凭借规模优势, 牢牢占据第一梯队。从销量看, 2017年雅迪约完成406万辆的电动自行车销量, 占全国销量的13.13%。2018年, 在行业趋势向下的条件下, 雅迪实现销售504万辆, 同样, 爱玛2017年完成销售420万辆, 两者合计市占率25%, 牢牢占据行业第一梯队。同时, 进入销量排名榜前十名的还有新日、绿源、小刀、绿佳、立马、金箭、小鸟, 10家企业合计销量占市场过半份额, 达到50.62%, 同比增长4.6 PCT, 未来随着行业逐步走向高端, 市场竞争有望进一步加剧。

行业第二梯队格局相对分散，百万销量以下规模竞争激烈。行业第二梯队格局相对分散，除了头部分新日、绿源、小刀外，其余百万销量以下整车厂，在全国范围的品牌影响力上并没有明显的优势，未来公司通过技术创新、产品升级更新和销售网络，提供差异化的产品，相互竞争的重心。

图表 14: 2017年 CR10 50.62%，同比+4.6 PCT，同时爱玛、雅迪优势明显。



资料来源：中国轻工业网，国盛证券研究所

2.3 未来行业新动力一：政策催化，锂电车型渗透率提升

新修订《电动自行车安全技术规范》实行，推动行业产品整体换挡。2018年1月16日，工信部、公安部、原工商总局、原质检总局（国家标准委）联合公布《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准报批稿，向社会公众征求意见。5月17日下午，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会正式批准了新修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准。

新标准将于**2019年4月15日起正式实施**。2018年5月15日至2019年4月14日为过渡期。新标准合理设定了最高车速、整车质量等关键技术指标，于2019年4月15日起正式实施。2018年5月15日至2019年4月14日为过渡期。在过渡期内，鼓励生产企业按照《技术规范》组织生产，鼓励销售企业销售符合《技术规范》的产品，鼓励消费者购买符合《技术规范》的产品。

图表 15: 我国电动车行业法规和标准梳理

时间	部门	名称	主要内容
1999	国家质量技术监督局	GB17761-1999《电动自行车通用技术条件》	标准内容较为严格，但非强制执行
2004	全国人大常委会	《中华人民共和国道路交通安全法》	规定装有辅助动力的自行车在非机动车道行驶
2018	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	新修订《电动自行车安全技术规范》	放宽部分条件，但2019年4月起强制执行

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

此外，行业由许可证制度转为**3C认证**，进一步加强推进力度。2018年7月4日，中国国家认证认可监督管理委员会发布通告，电动车行业产品将由生产许可证管理转为实施强制性产品认证（即**3C认证**），过渡期**9个月**左右。行业由生产许可制度转向**3C认证**制度。

图表 16: 《电动自行车安全技术规范》修订主要内容



资料来源：头条号公众号。国盛证券研究所

新国标落地有利于低端产能出清，锂电车型有望实现大量替代。

1. 从整车厂而言，电动自行车重量主要集中在电池，目前铅酸电池难以满足整车**55kg**要求。通过重量能量密度可知，锂电池通常为**200~260Wh/Kg**，而铅酸电池只有**50~70Wh/Kg**，约为锂电池的**1/3**。因此新国标下锂电池的能量密度优势是其有望全面替代铅酸电池的关键因素。

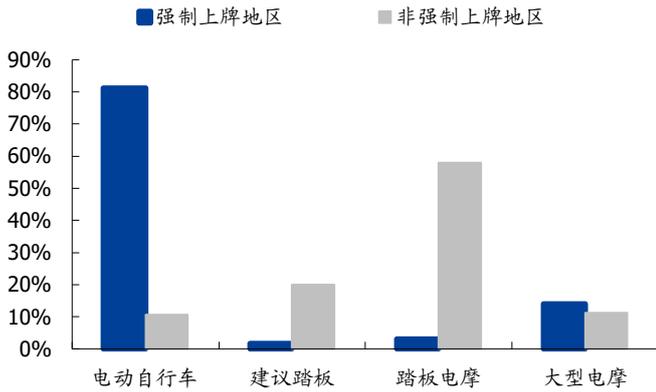
图表 17: 锂电池与铅酸电池性能对比

电池类型	重量能量密 (Wh/g)	使用周期(次)	价格(元/Wh)
锂电池	200-260	1000-2000	0.9-0.97
铅酸电池	50-70	300-350	0.6

资料来源：中国汽车协会，国盛证券研究所

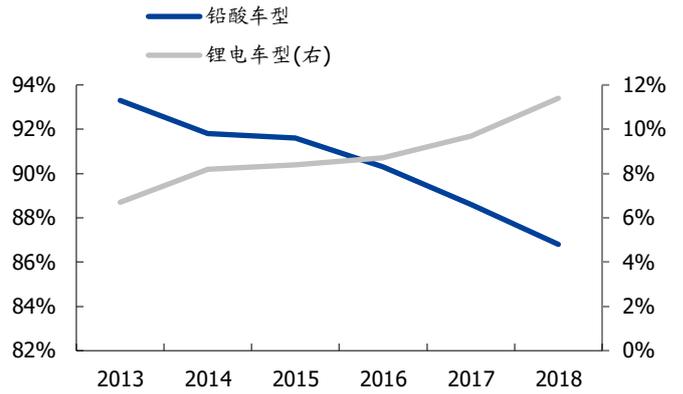
2. 从消费端，目前行业监管已成为中低端消费者车型选择的首要因素。根据 ZDC 互联网消费调研中心，自 2018 年电动自行车新国标颁布之后，尽管政策在 2019 年才会正式实施，有关部门也给予了一定的“缓冲期”，但消费者对于电动自行车的需求呈现出两极分化的态势。中低消费者对于电动自行车（国标车）的购买意愿出现了大幅增长，而对于简易踏板车和“豪华款”车型，由于无法实现合法上牌，在监管力度强的地区已经呈现断崖式下降。对于高端消费者而言，其选择方向为大型电摩，故而不受新标准的影响。
3. 考虑到消费意愿及监管力度，假定城市地区未来锂电车型渗透率达到**80%**，有望催生**1500万辆/年**的升级空间。不考虑农村及县级市，按全国市级人口**2.39亿**户，百户电动车保有**54**辆计算，则保佑电动车约**1.29亿**辆。假定 2025 年之前锂电车型渗透率由目前的**10%**提升至**80%**，将催生电动自行车车换代**9000**万辆，年均**1500**万辆的市场空间。

图表 18: 监管力度对电动车型选择的影响



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

图表 19: 目前锂电车型渗透率

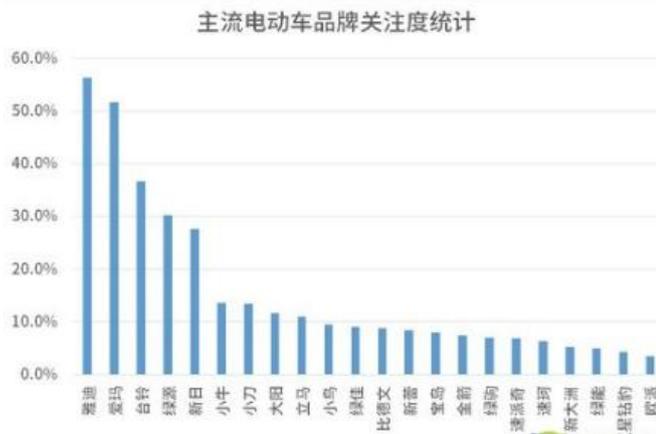


资料来源: 中关村在线, 国盛证券研究所

2.4 未来行业新动力二: 年青一代的高端化需求

购车者年龄逐渐换代, 电动车新势力以小牛、E 客电动、速珂为代表, 迅速占领年轻人市场。根据品牌关注度, 排名较高的主要包括两类: 1) 传统巨头, 主要包括雅迪、爱玛、台铃、绿源、新日, 这些品牌积累多年, 市占率高, 经销商渠道优势明显; 2) 定位年轻的新势力, 主要包括小牛、E 客电动、速客, 其对象群体基本是 80/90 后用户, 这一年龄层用户的用车需求基本上都以通勤为主, 由于这一部分用户往往有着更好的经济基础, 所以他们会更愿意去尝试一些全新的车型和高端品牌产品。

图表 20: 主流品牌关注度统计



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

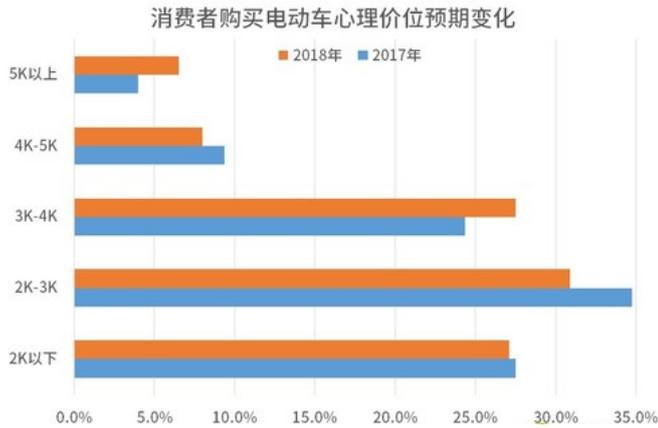
图表 21: 品牌关注度季度排名

排名	品牌	2018 Q1-Q2	品牌	2018 Q3
1	雅迪	17.39%	雅迪	16.41%
2	小牛	13.50%	E 客电动	15.35%
3	爱玛	12.50%	爱玛	11.72%
4	新日	9.34%	小牛	11.08%
5	绿源	9.04%	速珂	8.98%
6	E 客电动	7.24%	新日	7.43%
7	速客	7.04%	台铃	6.21%
8	小刀	6.60%	绿源	6.08%
9	立马	5.32%	小刀	4.77%
10	台铃	5.14%	五羊本田	4.71%

资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

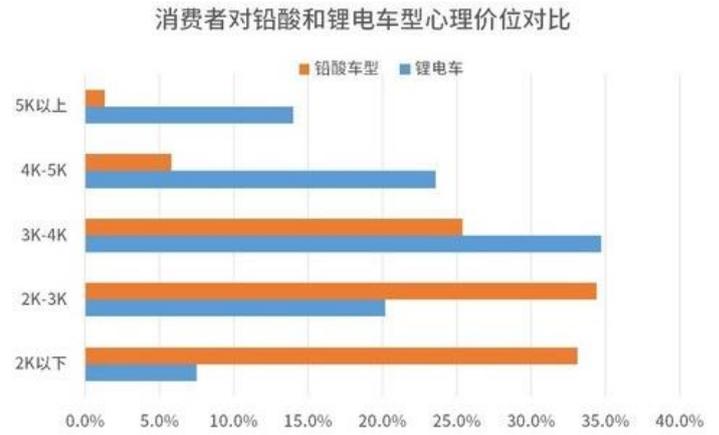
分车型看, 锂电车型期望中枢远高于铅酸车型。根据 ZDC 互联网消费调研中心调研, 对比 2017 年的数据, 2K 以下区间的用户比例基本保持不变, 作为用户关注度最高的 2K-3K 区间占比出现了明显下降, 与之形成对比, 3K-4K 和 5K 以上价格区间用户占比均出现了明显增加。分车型看, 消费者对于铅酸车型的价格认知还停留在 2000 元左右的价格区间, 但对于锂电车型, 用户普遍拥有更高的价格宽容度, 超过三成用户的心理价位已经超过 4000 元。

图表 22: 消费者购车心理价位变化情况



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

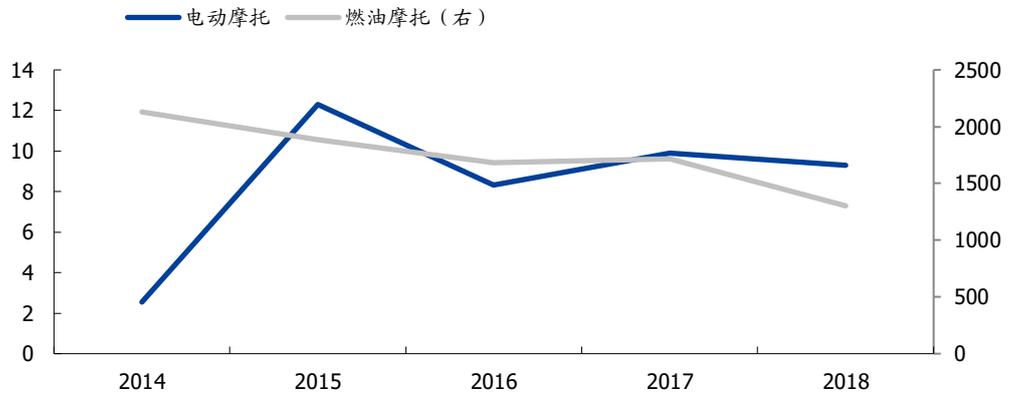
图表 23: 消费者对锂电车型和铅酸车型心理价位对比



资料来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国盛证券研究所

对于不同的市场而言, 目前自行车电动替代比例已达到 **58%**, 而摩托车替代比例不到 **1%**, 高端市场未来有望逐步打开。2017 年我国脚踏自行车产量约 5700 万辆, 对比 3300 万辆的电动自行车产量, 电动自行车产量/脚踏自行车的比值已达到 **58%**, 而 2017 年电动摩托车产量 9.9 万辆, 相较于 1713.5 万辆的燃油摩托车, 电动摩托车/燃油摩托车的比值不达 **1%**, 未来随着锂电渗透率的逐步普及, 电动摩托车型的将逐步丰富, 几万元-几十万元级别的电动摩托车市场将逐步打开。

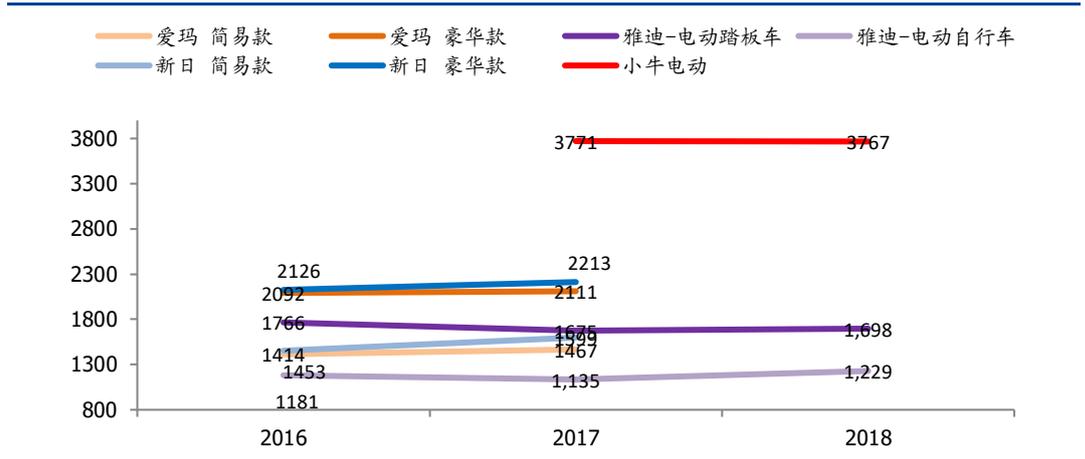
图表 24: 电动摩托及燃油摩托销量(万辆)对比



资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

未来随着电动车高端市场逐步打开, 先入者凭借口碑优势将率先享受行业红利。目前我国万元以上的高端电动车市场尚未打开, 各家整车厂尚处在产品试水阶段。未来随着消费理念的逐步变化, 同时行业集中度提升, 低端产能的逐步出清, 高端电动车市场有望迅速发展。同时, 对于高端消费者往往更注重品牌, 对价格敏感性更低, 小牛等新兴整车厂, 有望凭借在高端市场的先发优势, 率先享受行业红利。

图表 25: 各品牌单车售价对比 (元)



资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

三、品牌价值铸造锂电两轮车龙头护城河

3.1 多维度打造公司品牌价值

公司是全球领先的智能城市移动解决方案供应商, 2017 年以 27% 的市占率在中国锂电池电动车市场占据领先地位, 以 11.1% 的市占率在欧洲中端电动摩托车市场排名第三。

公司成立于 2014 年, 致力于打造电动两轮车市场中生活方式品牌, 以 4 年的时间在细分领域获得领先地位并成功上市。公司创造了智能电动两轮车概念, 重新定义了城市交通。在此之前, 两轮车普遍是以铅酸电池为主, 且外观设计平庸, 价格较为便宜。而如今消费者特别是年轻一代对于外观时尚、用户体验的要求越来越高, 使得过去简配低价的市场理念逐步被替代。在这个趋势下, 公司通过更具设计感、智能化的产品以及独有的品牌文化, 打造出全新电动两轮车的生活方式品牌, 使得大众对于两轮电动车有了全新的认知。

图表 26: 公司成立以来大事记



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.1.1 把握时代设计潮流, 多次荣膺国际设计大奖

公司产品多次获得德国红点等设计大奖, 品牌设计感深入人心。公司专注于新颖时尚的造型设计, 其中 M1 车型 2017 年获得了德国红点、德国 IF、美国 IDEA、日本 G-Mark、中国红星、台湾 Golden pin、香港 DFA 共 7 项国际大奖, 实现设计类“大满贯”, 成为过去二十年唯一一个获得所有七项设计奖项的都市移动产品。公司在产品设计上保持一致的设计语言, 均以风格、自由、科技为主题, 提高品牌的辨识度。

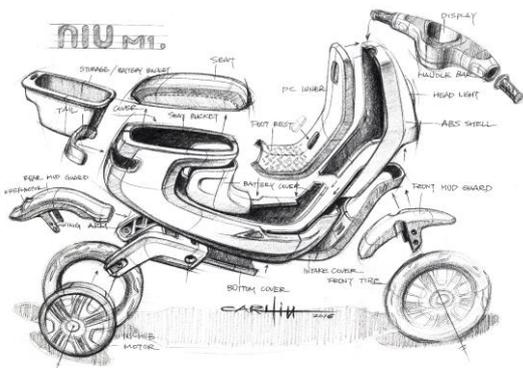
图表 27: M1 车型 2017 年新获 7 项国际大奖



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司产品在实用和功能配置上同样更具设计感。以 M1 车型为例, M 系列具有符合人体工学的座椅姿势以及易于使用的控制布局。M 系列拥有隐藏式减震器和高强度铝合金摆臂, 不仅有简约设计感, 还保证了安全性、舒适性和优秀的骑行体验。同时产品配置有 **CLOUD-ECU 智能中央控制器**, 以及 **BOSCH 电机、磁场定向控制 (FOC)、PACK 技术、电池管理系统 (BMS) 和电子制动系统 (EBS)** 等组件保证产品性能。此外公司受汽车功能启发, 还配置有巡航控制, LED 照明系统, 自动关闭指示器和单肘式危险灯等功能。未来公司还计划与全球领先品牌合作, 共同开发新产品, 并改善产品的整体性能和设计。

图表 28: M1 小牛电动车设计草图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: M 系列小牛电动车构照图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全方面覆盖的的品牌车型。小牛电动车产品包括 N, M 和 U 系列, 每个系列都有多个型号或规格, 款式与车型选择更为丰富。在 2019 年 4 月发布 US、U+两款车型以后, 公司在中国市场各大品牌推出的锂电池电动车中, 以 **3 个系列共 32 个型号**的款式种类超过了其他品牌款式总和, 同时其锂电池电动车销量也超过了其他品牌的销量总和。

图表 30: 中国市场中各大锂电池电动车品牌车型 (截至 2019 年 7 月)

品牌	锂电池车型数	具体车型
小牛	32 款车型	N、M、U 系列
雅迪	16 款车型	Z3S、Roman、G5、小王子、E7、小米粒、迅达、酷 V、X-极光、酷雷、X5、尚 UU、米乐乐等
爱玛	14 款车型	春苗、炫乐 2、旋风侠 2、新茉莉、蛋蛋、新春喵、小玛 2、M 豆、智跑、小苹果、Kiddy 等
新日	4 款车型	启迪、清春、太子 1 号、舞灵儿
绿源	13 款车型	JBA、LBI、FOS、LOK、LBE、MAB3、韵焕、威牛、J-威博、M-小山竹、M-小天使、GKT 等
台铃	18 款车型	Mini、星钻、星耀、北极光、炫豆、小豆丁、清妙、轻卡、妙可、可悦、小鹏铃、GL2 等

资料来源: 全球电动车网, 太平洋, 中关村在线, 国盛证券研究所

以用户为中心的设计理念, 以及敏捷的产品更新速度。公司在产品设计和开发中采用以用户为中心的方法, 其所有的产品都是根据从电动自行车智能芯片中收集的定量数据和定性反馈而设计的。同时公司通过在线交互以及密切监控并积极参与 700 多个线上虚拟社区, 主动互动以收集用户的反馈。基于从芯片以及用户收集的数据, 公司开发了即时用户反馈循环, 实现了敏捷的产品开发流程。例如公司利用反馈中获得的见解, 开发巡航控制和光感大灯等新功能。

3.1.2 打造智能电动车概念, 创行业之先河

公司天然带有智造的基因。公司核心团队主要来自 BMW、intel、微软、华为、麦肯锡、KKR 等全球顶尖公司, 从进入行业一开始, 就将物联网应用到电动车的日常使用与服务中。公司将大量科技融入自己的产品。公司相比于传统电动车品牌, 嵌入了智能中枢 ECU, 通过遍布车内的传感器以及 NIU CLOUD 智能云进行数据收集与分析, 同时提供 NIU 应用程序作为用户体验的组成部分。

➤ CLOUD-ECU 智能中央控制器

CLOUD-ECU 智能中央控制器, 现已升级至 V3 版本。作为整车的智能中枢将每分钟 200 次监测、收集、分析多达 72 项车辆信息, 并将信息通过 App 让用户实现对车辆状态的远程查看和控制, 加强车辆的安防预警能力。同时配置有 OTA 无线升级功能, 无需更换硬件, 也能完成功能更新和拓展。

➤ NIU CLOUD 大数据优化骑行体验

NIU CLOUD 智能云通过搜集和分析电池循环次数和电量变化曲线, 帮助改进 BMS 智能电池管理系统, 从而减少电池事故。另外通过对里程、陪伴时间、骑行轨迹等骑行数据的分析, 协助优化 FOC 矢量控制器性能, 降低能源消耗。并且, 还可以应用数据来优化车辆安防、智能服务、驾驶体验等。

图表 31: 公司自主研发 CLOUD-ECU 智能中央控制器



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: M 系列小牛电动车构照图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ **NIU App 车况智能管家**

NIU 应用程序与电动车上的 CLOUD-ECU 芯片相连接，让用户了解车辆的状态、电池的情况、历史轨迹、实时的定位等等，加强车辆的安防预警能力。在车辆设防状态下，一旦出现异动、震动、倾倒等情况，APP 都会第一时间将消息即时推送给用户。根据公司统计，2018 年上半年月活跃用户占总用户数达 97% 以上。

图表 5: NIUApp 界面展示



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.3 创造电动车品牌文化

多渠道传播品牌文化。公司非常注重粉丝运营，不仅建立官方社区与 NIUApp 上交流版块，给粉丝提供官方线上互动渠道，还有微信粉丝群、官方自媒体以及会定期组织“牛油趴”的线下同城会等其他渠道。目前，小牛电动已经在 50 多个城市建立了牛油俱乐部，全球突破 50 万个忠实粉丝，形成共同的牛油（官方粉丝称号）文化，定期组织新产品试驾、改造分享会等。通过这些渠道，公司搭建起与用户之间的沟通桥梁，打通了用户之间的关系，让他们在相互交流中形成具有统一身份认同感的群体。

图表 33: 公司自主研发 CLOUD-ECU 智能中央控制器

图表 34: M 系列小牛电动车构照图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.4 研发营销投入占行业前列

公司专注于提升消费者对品牌的认知度，特别是作为一个拥有全球高品质智能电动自行车的生活方式品牌的认知。公司通过数字营销和试驾体验活动以及更传统的促销和广告活动向消费者销售产品和推广品牌。公司利用社交媒体策划营销活动，并建立一个在线和离线用户生态系统，同时也通过户外广告，例如通过城市广告牌广告和公共汽车广告来营销推广。

此外公司积极参与跨界合作，举办各类联合品牌活动。公司于 2018 年 7 月与迈凯轮 GT 客户赛车签订了联合品牌协议，以生产限量版联合品牌 NIU-McLaren 智能电动滑板车，在中国和欧洲销售。此外，公司已成为 2018 年上半年在中国 11 个城市举办马拉松赛事的官方 MedAid 工具。

图表 35: 公司产品作为马拉松赛事的官方 MedAid 工具



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 迈凯伦限量版 NIU-McLaren 智能电动滑板车



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司未来将持续扩大先下销售网络。公司采用全渠道零售模式，整合离线和在线渠道。先下，公司通过中国独特的“城市合作伙伴”系统销售，公司为城市合作伙伴提供培训和支持，以提高他们的能力，并确保一致的品牌形象和服务质量。截至 2018 年 12 月 31 日，该系统拥有 200 多个城市合作伙伴，公司在中国 170 多个城市拥有 760 家特许经营电，在海外 27 个国家拥有 22 家经销商，并计划在未来几年内将足迹增加四倍。此外，公司还计划在中国一线城市的主要高流量零售点开设公司经营的旗舰店。

图表 37: 公司全球足迹布局 (截至 2018 年 12 月 31 日)

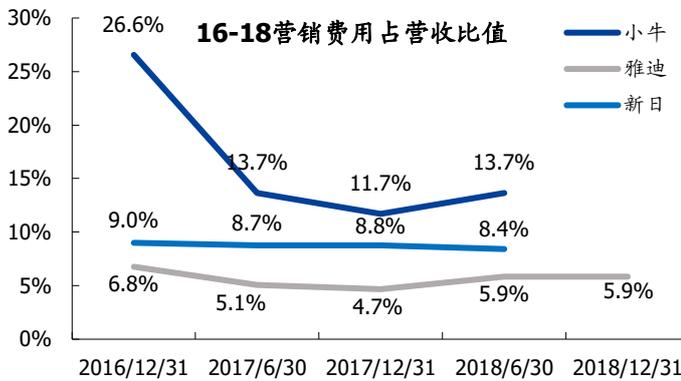


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

建立 NIU 创新实验室，确保研发质量与效率。公司的 NIU 创新实验室拥有 61 名成员的研发团队，其中包括用户体验设计团队，智能电子研究团队，动力总成设计团队和工业设计团队。公司研发主要团队成员平均拥有超过 10 年的各自领域经验，来自宝马，英特尔，松下，微软和联想等高科技公司。该实验室专注于工业设计，结构设计，智能电子研究，电力电子研究，用户数据分析，商业智能系统开发和用户体验研究。公司研发支出、营销费用占收入比值较行业上市公司偏高。根据 2018 年中报，为推广 NGT 和 M+ 车型，广告及推广费用增加 0.27 亿元。同时公司在研发方面大幅投入，根据 2018 年中报，公司拥有 176 项专利，85 项注册商标。并计划每年推出两个以上的智能电动车产品，同时持续为现有型号引入升级、更新。

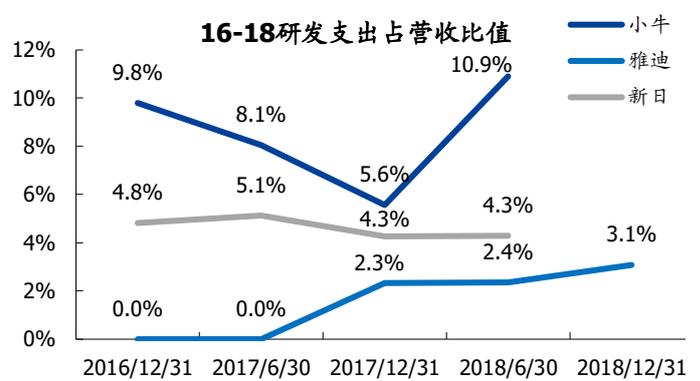
从行业角度来看，雅迪、新日的营销费用率均不高于10%，而公司营销费用率2018年中报为13.7%相比较为高。此外，公司除2017年研发占收入比值为5.6%，16-18年研发支出占比在10%左右波动，相比同行业投入较高。公司计划在进一步扩大销售网络和线上线下营销宣传的同时将继续在设计和技术方面进行创新，持续提升公司品牌力。

图表 38: 16-18 行业营销费用占营收比值



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 16-18 研发支出占营收比值



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 通过打造生活方式品牌，享有高价定价权

生活方式品牌体现了与消费者产生共鸣的概念或生活方式，生活方式品牌的建立广泛运用于汽车和消费品等行业。在智能手机行业，苹果的精神内核是改变世界的创新精神。在零售业，星巴克是在表达人类“第三空间”的独特价值；无印良品是在宣扬日式极简生活方式。生活方式品牌的提倡有利于的提升品牌力，享有品牌定价的护城河和客户忠诚度。如在汽车领域，由特斯拉和宝马等生活品牌制造的电动汽车平均比普通电动汽车价格高出190%、100%。

公司在中国的电动两轮车市场中打造“NIU”品牌的概念和生活方式，代表风格、自由和技术。品牌的打造为公司的智能电动自行车争取高价定价的能力。公司在电动两轮车市场，相比于传统电动车品牌单车售价在2500元以下，公司产品价格区间在3000-20000元。根据公司财报显示，电动自行车单均收入（营业收入/销量）持续增长，从2016年年报的4180元增长至2018年年报的4352元，公司的品牌定价能力逐步提高。同时公司于2018年6月在巴黎卢浮宫发布的小牛电动N-GT，海外售价4499欧元，国内售价19999元，率先试水万元以上高端电动摩托车市场。

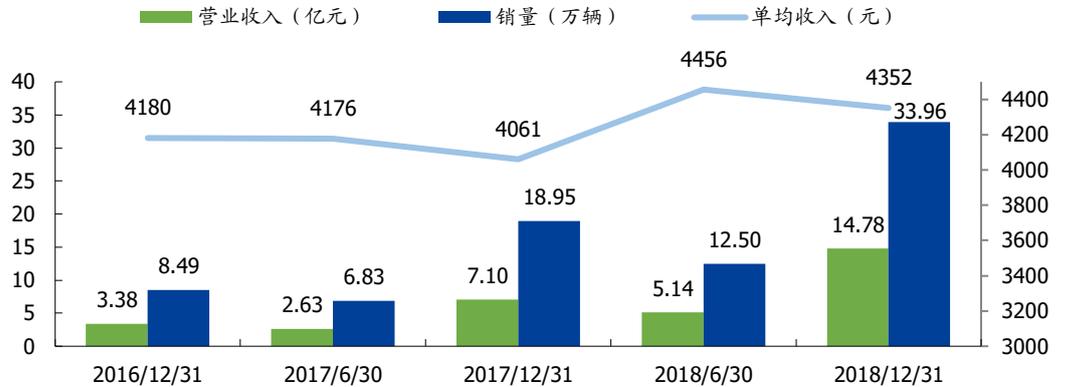
图表 40: 小牛电动旗下品牌车型售价（截至2019年4月17日）

系列	品牌名称	规格	中国零售价（元）	发布时间
N 系列	N1	Lite, Citi, Sport, Pro	5699-9999	2015年6月
	N-GT	运动	19999	2018年6月
M 系列	M1	Lite, Citi, Sport, Pro	4199-7299	2016年4月
	M+	Lite, Citi, Sport, Pro	4999-8999	2018年6月
	U1	Lite, Citi, Sport, Pro	3599-5599	2017年4月
U 系列	UM	精简版, 花旗, 运动, 超轻, 专业	2999-6599	2018年8月
	US	/	3499-4958	2019年4月
	U+	/	4399	2019年4月

资料来源: 公司官网, JD.com, 国盛证券研究所

凭借强大的品牌，公司获得了卓越的客户忠诚度和定价权，用户愿意为产品付高价。尽管公司在2017年3月的大部分电动踏板车型号上都提高了零售价格，但与2016年8.4的销售量相比，公司在2017年的销量仍然能够达到18.95亿元，实现123.2%的稳健增长。

图表 41: 16-18 电动自行车单均收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 新国标升级，公司在产品上具有先发优势，品牌价格已被广泛接受

新国标助力行业消费升级，市场价格中枢有望上移。依据新国标电动自行车整车重量要求，锂电池化将是未来趋势。从电池成本来看，锂电池在 2100-2300 元左右，而铅酸电池在 700-800 元左右，锂电池化必然导致造车成本提高。此外新国标电动车由于增加了防火阻燃等要求，也会导致直接成本的增加。从消费端价格中枢来看，消费者对于铅酸车型的价格认知还停留在 2000 元左右的价格区间，而对于锂电池电动车型普遍拥有更高的价格宽容度，超过三成用户的心理价位已经超过 4000 元。随着锂电池化的未来趋势，电动车市场整体价格中枢有望上移。

公司作为新兴车厂，更有可能收益政策红利。传统电动车巨头如雅迪、爱玛在新国标出台以后也推出雅迪 Z3、爱玛 U1S-Z 等配备有高性能电机和锂电池的产品，虽然两家作为行业传统巨头拥有更高的供应商议价能力和规模效应，但为了维持利润率，这两台车的官方定价分别为 8688 元、5899 元与两家公司的汽车产品价格带产生断层。而公司作为行业最先开拓了锂电两轮电动车品类的企业，拥有充足的技术储备以及适当的价格区间，更有可能收益政策红利。

图表 42: 雅迪、爱玛、小牛相似产品性能价格对比

公司	品牌名称	售价(元)	电机功率	续航里程	最高时速	扭矩	电机品牌	电池类型	其他配置
雅迪	G5 运动版	7999	1200W	96km	60km/h	120N·m	自研 GTR-5 代电机	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测
	Z3s	8688	1000W	120km	45km/h	/	自研 GTR-5 代电机	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测
爱玛	U1S-Z	5899	800W	150km	20km/h	/	BOSCH	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测
	N1S pro	9999	1500W	120km	60km/h	120N·m	BOSCH	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测
小牛	M+ Pro	8999	1200W	150km	50km/h	110N.m	BOSCH	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测
	M+ 动力版	6699	800W	120km	50km/h	95N.m	BOSCH	汽车级 18650 动力锂电池	BMS、FOC、GPS 定位、App 监测

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在行业处于洗牌阶段, 公司作为具有野心与变革的企业有望实现弯道超车。公司在新国标落地之前, 2017 年公司推出了 U1, 电池容量相比 N、M 系列产品较小, 整体性能更弱, 但价格也回落到 3000 元档, 同时也符合上海的电动踏板车上牌规定。公司在新国标出台后, 2018 年发布轻量产品 UM, 2019 年发布 US、U+ 均是针对新国标定制的新产品, 这是国内头部两轮电动车企业中出现的最早一批国标车。

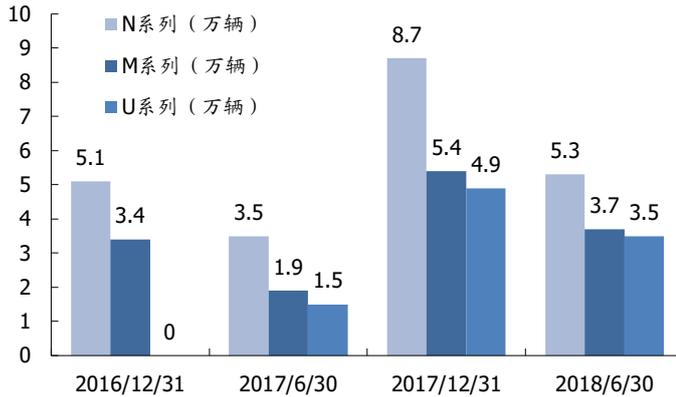
图表 43: 公司 2019 年发布 US、U+ 车型



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

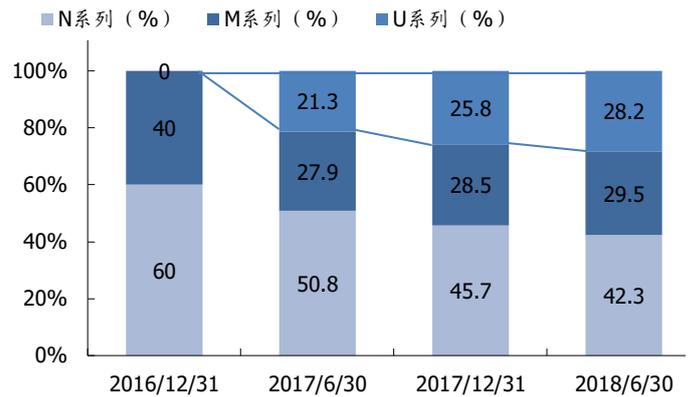
公司 U 系列销量从 17 年中报的 1.5 万辆增长至 3.5 万辆, 占总销量的比值由 17 年中报的 21.3% 增长至 18 年的 28.2%。从销量数据来看, 符合新国标车型的产品在市场上越来越具有竞争力。在政策过渡期率先破旧立新, 未来公司有望通过国标车的先行者优势, 以及被广泛接受的价格区间在行业洗牌阶段实现对传统巨头的弯道超车。

图表 44: 16-18 公司三大产品系列销量



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 45: 16-18 公司三大产品系列销量占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.4 实现多元业态布局

通过产品线以及产业合作的多元布局, 公司对生活方式品牌的再次升级。有别于传统两轮电动车生产企业形象, 公司从产品线到业态布局一直强调生活品牌形象。从倡导自由健康生活的牛油活动, 到推出关怀养护服务 NIU CARE, 再到 2018 年底 NIU POWER 周边产品线发布, 小牛电动在产品创新、品牌文化理念、行业趋势把握上都是先行者。同时公司开发两轮车市场中专业自行车和摩托车领域产品, 使公司能全方位满足全球领先智能城市出行解决方案提供商这一身份。

3.4.1 大数据平台以及 NIU Inspire 分析工具实现数据合作及业务拓展

通过大数据平台和分析工具进行准确的目标营销。公司从 NIU 应用程序, 公司网站, 电子商务平台以及提供维修和维护服务中收集数据。截至 2018 年 6 月 30 日, NIU App 与大约 396,000 个电动自行车相连, 共累积了大约 12 亿公里的数据骑行距离, 而这个数据根据公司官网实时跟踪显示, 截至 2019 年 4 月累积 24.7 亿公里的骑行距离。公司通过专有的大数据平台 NIU Inspire 分析智能中枢 ECU 收集的数据用来更好的升级自身产品, 以及基于用户骑行路线数据分析, 为广告投放以及门店网点建设提供参考意见。

图表 46: 官网实时更新累积里程数据



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 47: 官网实时更新里程日数据



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

同时也可以通过大数据平台实现数据合作。在此背景下, 2019 年 4 月小牛和大众集团在欧洲签署了合作协议, 共同在城市出行解决方案层面开展合作。引用程序以及大数据分析为第三方保险公司的理赔定价以及向个人客户销售保险提供便利。2015 年 11 月, 公司推出了 NIU Cover (又称为“牛油保”), 以促进有关事故伤害, 滑板车损失和第三方责任的保险销售。“牛油保”全面覆盖人身, 三者, 车辆盗抢三大方面, 根据公司官网,

公司现与中国平安、中国人寿合作，推出整车盗抢赔付、第三者伤害赔付、驾驶人意外伤害赔付和双人安全保障服务。

图表 48: NIU COVER 人车保障服务理赔标准

服务内容	赔偿金额	
非机动车驾驶人意外伤害	意外伤害	100000 元
	意外医疗	5000 元
非机动车第三者责任	意外伤害	100000 元
	意外医疗	5000 元
非机动车整车盗抢	2999-9999 元 (因车辆价格变动, 非机动车整车盗抢的保额, 以购买时官网显示车价和发票价格, 二者较低的车价为准)	
双人安全保障服务	每辆车承保两名驾驶员, 承保方案相同 *两名驾驶员同时乘车时出险不在保险范围内	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

此外, 智能芯片以及大数据平台有助于扩展公司业务布局。公司 Cloud-ECU 开放 API 平台允许与第三方连接, 以支持车队管理和智能电动滑板车共享计划等功能。公司通过大数据平台能够为滑板车共享, 租赁和物流公司开发和提供创新的车队管理解决方案。公司已经支持部分海外市场的本地运营商实施由公司的物联网或物联网技术支持的无码头踏板车共享计划。这些分享计划于 2018 年在维也纳和马德里正式启动。此外公司还可以利用积累的电池性能数据和电池充电和放电行为数据来支持新一代充电站和电池更换站的开发。而未来公司计划通过与第三方合作伙伴的合作进行消费金融合作。

持续上涨的应用软件用户数叠加数据合作和保险服务, 使公司服务收入成倍增长。公司服务收入主要由 NIU app 的付费续订以及 NIU Cover 的服务费产生。由 2016 年的 197 万增长到 2017 年的 1061 万, 实现了 5 倍的增长。2018 年中报披露的服务收入 750 万, 相比于 2017 年中报的 364 万增幅也达 106%。服务收入占比也在不断提升, 2016 年至 2018 年中报分别占营收的 0.6%, 1.4% 及 1.3%, 不仅提供了额外的收入来源, 也将有助于公司毛利率的提高。

3.4.2 作为生活方式品牌的优势, 公司开发与销售生活方式配件

在电动自行车主业的基础上, 公司还布局生活方式配件, 推出同设计语言的滑板车配件与周边产品。公司销售专用配件和备件, 以便安装在我们的智能电动滑板车上或与之配合使用, 例如后部储物箱和前筐。同时还提供 NIU 品牌的配件和一般商品, 从骑行必备的头盔护具, 到生活文化品 T-shirt 和徽章均有涉及。

1. **滑板车配件。**配件包括骑行装备, 如雨衣, 手套, 护膝等, 以及和在售产品配套的扩展功能组件, 如存储篮和尾箱, 智能手机座, 靠背和锁等。
2. **生活配件。**NIU POWER 生活配件系列包括品牌服装, 如 T 恤, 外套, 牛仔裤, 帽子, 包和珠宝, 以及纪念品, 如笔记本, 徽章, 钥匙链和马克杯等品牌文化衍生品。
3. **性能升级。**NIU POWER Performance 系列高性能升级组件包括升级车轮, 减震器, 制动卡钳和碳纤维车身面板等

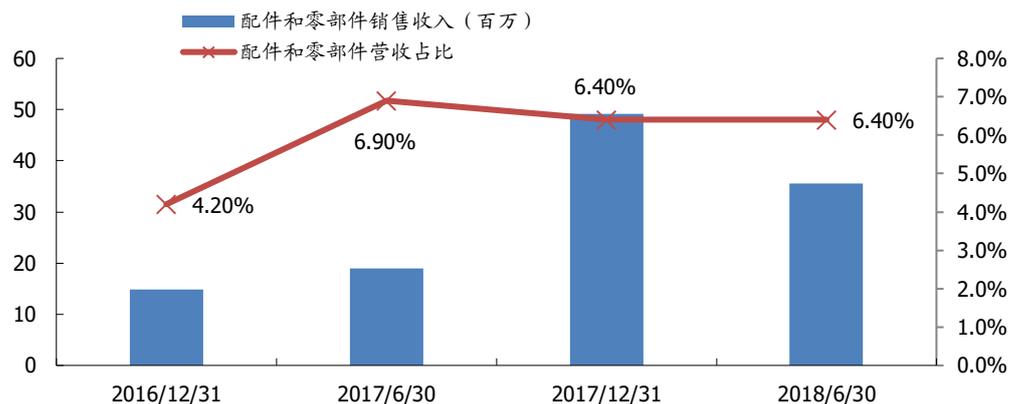
图表 49: 公司推出的滑板车配件与周边产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司配件及衍生品营收持续增长。销售配件及零配件产生的净收入分别占公司 2016 年, 2017 年及 2018 年上半年营收的 4.2%, 6.4% 及 6.4%, 约为行业平均水平的四倍。生活方式品牌在拥有高价定价能力以外还拥有高占比的配件销售收入, 如哈里戴维森是一个标志性的生活方式品牌, 2017 年通过销售纪念品和配饰 (如 T 恤, 夹克, 帽子和其他与该品牌相关的商品) 产生约 16.4% 的收入。公司计划未来增加服装配件供应, 以帮助其用户围绕 NIU 建立丰富的生活方式。此外还将与不同行业的其他生活方式品牌合作, 共同推广 NIU 品牌。虽然智能电动自行车的销售将继续占公司现阶段收入的绝大部分, 但公司预计在未来, 销售配件和备件伴随品牌力的提升, 所产生的收入将以绝对数量增加。

图表 50: 16-18 公司配件及零部件销售收入及营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.3 两轮车市场全方位布局

公司开发对标 125cc 级摩托性能产品, 率先试水万元以上高端电动摩托车市场。公司于 2018 年 6 月公布了首款高端电动摩托车型 N-GT, 此款车型也面向欧洲销售。N-GT 配有 3000W 进口博世电机, 具备 125cc 级摩托性能, 同时拥有 3 种骑行模式, 最高车速达 70km/h。同时 N-GT 在踏板和后座搭配了两块高性能智能锂电, 使其在 E-SAVE 模式下续航可达 170KM。目前自行车电动市场市场替代比例已达到 58%, 而摩托车替代比例不到 1%。未来随着锂电渗透率的逐步普及, 电动摩托车型的将逐步丰富, 几万元-几十万

元级别的电动摩托车市场将逐步打开。对于高端消费者往往更注重品牌，对价格敏感性更低，公司有望凭借在高端市场的先发优势以及生活方式品牌优势，率先享受行业红利。

公司拓展专业自行车领域，推出 **NIU AERO** 系列产品。2019年4月公司发布了全新产品系列——NIU AERO，定位于专业运动自行车。此系列产品沿袭公司统一的设计语言以及科技赋能。在外形设计上引入空气动力学、仿生学减少迎面的横向风阻，提升刹车控制力。与公司的电动自行车产品类似 NIU AERO 拥有全能全方位的智能性能仪表盘。NIU AERO 是公司对于出行的又一次探索与拓展，同时作为新兴专业运动自行车品牌，以及自身在电动自行车领域的品牌定价优势，NIU AERO 系列车型在定价上也有明显的优势。ROAD 公路与 MTBX 山地两大系列产品定价分别为：ROAD 系列 3999-61999 元、MTBX 系列 2499-8999 元，定位为专业自行车品牌中的高端产品。

图表 51: 公司全球足迹布局 (截至 2018 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.5 开拓海外市场

公司海外战略布局已久。公司成立于 2014 年 9 月，但于 2016 年初便开始搭建海外团队。2016 年 8 月，公司将 N1S 车型引入德国进行销售，售价 2699 欧元(约合 2 万元人民币)，主打“高端”市场。于 2017 年上半年，公司在欧洲市场的销量逐渐爬升，同年又着手开拓东南亚市场。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已进驻全球 27 多个国家，海外销售网点超过 650 个。据招股说明书公布，2018 年 6 月公司在欧洲中端电动车市场有 11.3% 的市场份额，排名第三。

公司采取差异化的国际战略。自从 N 系列产品首度进入欧洲市场以来，公司便开始耕耘海外市场，从产品生产到销售途径的设置都充分考虑到海外市场的特点，进行有的放矢的差异化海外发展策略。在拥有两轮车辆城市交通的流行文化的欧洲，公司持续扩大分销网络的同时与全球领先的公司合作，寻求不同的商机。欧洲是公司最大的出口市场，公司根据国际客户的要求制造和定制旗下产品，并确保出口产品符合当地市场的标准。公司在 2018 年推出的 N-GT 以及 M+ 车型便是专门面向欧洲设计与销售。而在东南亚，印度和拉丁美洲，公司目前战略将推出子品牌，以满足当地消费者的需求，并探索当地的生产安排，以简化制造过程。

海外市场租赁与共享模式扩大公司知名度。共享租赁运营商 MOVO 是第一家采用公司产品的时间租赁运营商，为公司开启了运营模式的新尝试。现在 MOVO 已经帮助公司电动自行车出现在欧洲的多个国家，为公司实现品牌传播。此外公司与全球出行共享革命性平台 SharingOS、法国世界最大停车场公司 INDIGO 推出多种车辆共享的一体化出行方案，将公司产品作为共享电动车进行运营。目前公司的分时租赁模式已经遍布西班牙、法国、比利时、墨西哥等地，明年还将进一步实现规模化投放。而公司让海外租赁以及共享企业最为看重的，是超过其他品牌产品的智能基因，智能芯片有助于解决共享及租

赁模式的车辆跟踪、车辆健康状况监测等一系列问题。常规销售渠道与共享渠道的双措并举为公司海外市场持续开土拓疆提供了更多机会，而这两种方式的相辅相成也打造出了一种全新的商业业态，这为诸多国内厂商布局海外市场提供了参考。

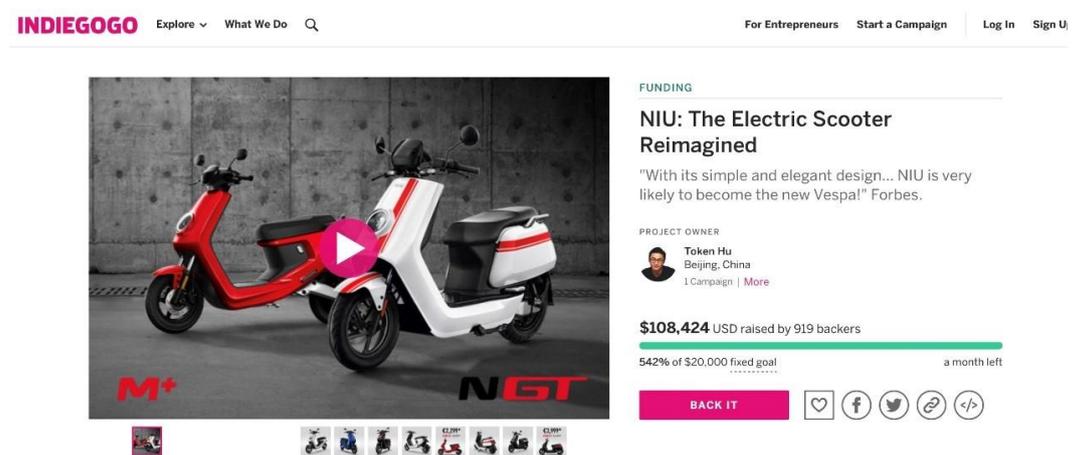
图表 52: 小牛电动 MOVO 共享版



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内线下门店+电商的策略实现在海外市场的有效复制。截至 2018 年, 公司在欧洲已设置 4 家综合旗舰店, 且大多位于城市的黄金地带, 如位于梵高博物馆附近的荷兰旗舰店, 在凯旋门附近的巴黎旗舰店。在东南亚市场则设置在尼泊尔和泰国共 4 家旗舰店。旗舰店外, 小牛在海外设置的销售网点超过 600 家, 覆盖 23 个国家。与此同时, 公司还开启了海外电商的合作试水, 公司在 ECIMA 上展出的面向欧洲市场的 NGT 和 M+ 两款产品, 同时在海外众筹平台 Indiegogo 平台上也开启了众筹预售, 打通海外市场电商通路。

图表 53: 公司在众筹平台 Indiegogo 上开启众筹预售



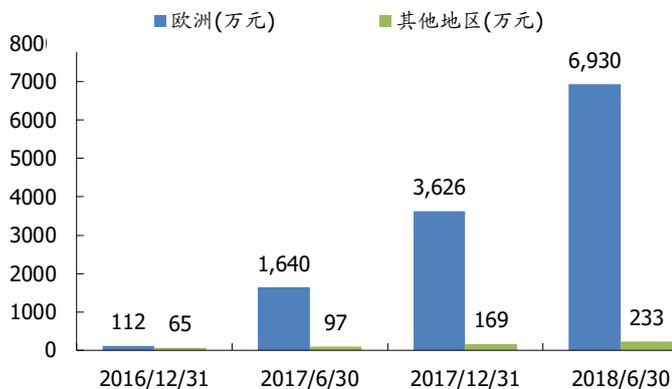
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司投资海外营销, 以扩大在国际市场的品牌知名度。公司采用了动态营销策略, 结合了传统的公共关系, 战术数字营销, 战略零售和活动营销。公司聘请了领先的消费者技术公关公司, 如 BallouPRParis, 以协助在电子移动领域建立信任, 意识和思想领导力。公司已经在 Bloomberg, TechCrunch 和 AutoBILD 等有影响力的媒体机构发布了 500 篇文章, 产品评论, 视频评论和创始人访谈, 这些媒体已经访问了公司官方网站超过 500,000 次。

公司在海外覆盖有 27 个国家, 国际市场 (特别是欧洲) 的收入占比显著增长。公司在

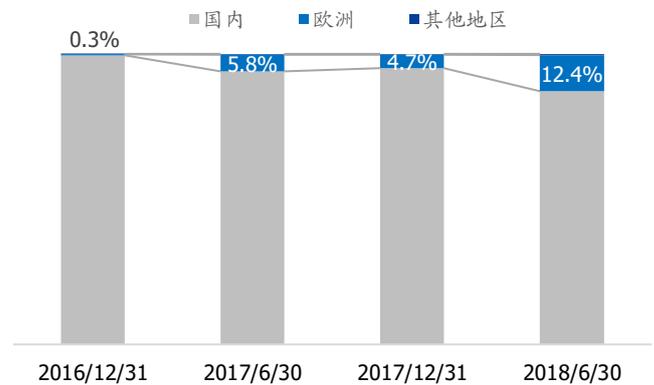
2016年, 2017年和2018年中报, 收入的0.5%, 4.9%和12.9%来自欧洲和其他海外市场的销售。除重点开拓欧洲市场以外, 公司也在开拓东南亚、印度和拉丁美洲。向特定国际市场的扩张不仅会推动公司的收入增长, 还将有利于品牌知名度的提升。

图表 54: 16-18 海外业务营收增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 16-18 海外业务营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.6 市场空间测算

假设 1: 未来随着新增购买、换新和产品升级需求, 电动自行车市场销量逐步复苏, 行业销量将保持 5% 的增速;

假设 2: 考虑到消费意愿及监管力度, 假设 2020 年锂电车型新车销售渗透率达到 35%;

假设 3: 公司 2017 年国内锂电池电动自行车销量市占率约为 27%, 假设公司锂电池电动自行车销量市占率维持不变。

图表 56: 市场空间计算

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
国内电动自行车市场销量 (万辆)	3200.00	3232.00	3296.64	3461.47	3634.55	3816.27
销量同比增速	1%	1%	2%	5%	5%	5%
国内锂电池电动自行车新车渗透率	2%	5%	15%	25%	30%	35%
计算: 市场新增需求 (万辆)	73.60	161.60	494.50	865.37	1090.36	1335.70
公司国内锂电池电动车新车销售市占率	27%	27%	27%	27%	27%	27%
计算: 国内市场空间 (万辆)	34.00	43.63	133.51	233.65	294.40	360.64
公司计划产能	36	36	70	100	--	--

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

如果考虑监管力度在不同区域存在区别。铅酸电池为主要的传统电动品牌将会渠道下沉, 把铅酸电池为主要的电动品牌往 4、5 线推广。在 1、2 线城市, 由于政策较严考虑到 1、2 城市上牌成本, 未来将普遍存在锂电自行车取代铅酸电池所产生的需求, 提早布局锂电池的新兴车厂将更具有竞争优势。在公司官网的实时骑行数据中, 北京基本都在第一上海次之。公司未来的主要市场空间也将在 Top30 城市所产生的替换需求。目前 Top30 城市电动自行车存量超 600 万台, 其中北京占 60-80 万。

盈利预测与估值

公司目前处于业绩快速增长期，19年7月份常州自有工厂将要投产，届时公司新增产能70万台，破除制约公司快速发展的产能瓶颈。为预测公司未来3年的收入，我们做如下关键假设：

- 公司整车销售收入 2019 年保持与开店数量相同的增长速度，2019 年公司新开设 500 家门店，取平均值 250 家，同比增长 60%左右。随后两年，公司收入保持相对平稳的收入增长；
- 公司零配件收入与整车保持相同的增长速率；
- 受益公司对服务端收入多元化的拓展，以及消费者对新消费模式接受度的提升，服务收入保持比整车较快的增长；
- 公司规模化效应不断提现，以及电池价格的下降，毛利率逐步提升至 20%的行业稳定水平。

图表 57: 公司 2019-2021 年分业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	35,481	76,937	147,778	225,961	317,652	446,641
	%	117%	92%	53%	41%	41%
电动车销售收入	33,792	70,960	137,052	208,319	291,647	408,305
	%	110%	93%	52%	40%	40%
配件及零部件销售收入	1,492	4,916	9,137	15,259	22430.42	32972.72
	%	229%	86%	67%	47%	47%
服务收入	197	1,061	1,589	2,384	3,575	5,363
	%	439%	50%	50%	50%	50%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司所处行业为电动自行车，目前可比上市公司有新日股份(603787.SH)以及雅迪控股(1585.HK)，以及目前正在申报 IPO 的爱玛科技(A18052)。

图表 58: 可比公司估值对比

股票	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
新日股份	11.5	23.4	0.43	-	-	-	26.67	-	-	-
雅迪控股	2.3	69.0	0.14	0.19	0.22	-	16.42	12.10	10.45	-
小牛电动	22.7	33.7	(4.72)	0.16	1.30	2.65	(9.6)	144.7	17.4	8.5

资料来源: wind, 国盛证券研究所

注: 小牛在 NASDAQ 采用 ADS 交易, 1 ADS 等于 2 股

我们看好小牛电动在锂电自行车领域的护城河优势，受益政策催化下的市场空间快速提升。预计 2019-2021 年实现归属净利润 2330 万元/1.93 亿元/3.94 亿元人民币，对应 PE 144.7/17.4/8.5 倍，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧导致单车价值下滑。随着新国标实施，行业参与者必将推出更多的锂电动自行车，届时行业竞争加剧，或有可能带来单品价值量的下滑。

海外市场存在一定的不确定性。公司不断开拓海外市场，但存在一定风险性和不确定性，或对上市公司造成业绩影响。

新国标政策执行力度或不及预期。新国标于4月15日正式实施，但暂未强制报废现有超标电动车，对于现有超标电动车各地区给予1-2年的过渡期。从目前新国标实施2个月的执行力度来看，登记、上牌、销售在个别城市还存在执行力度欠缺的情况，部分经销商采用各种的手段售卖超标车。若此后执行力度未有改变，过渡期结束以后，超标车难以完全退出市场，存在锂电池电动车渗透率不及预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com