

## 小牛电动 (NIU.O)

## 高端两轮车鼻祖，静待困境反转

小牛电动作为国内锂电高端电动两轮车鼻祖，2022-2023 年受监管趋严、市场错配和竞争加剧影响，陷入营收瓶颈、盈利亏损阶段，2024 年重新推动产品和渠道下沉，国内市场重视铅酸车型开发、全渠道营销赋能、门店加速开拓，海外加快电动滑板车出货调整，有望推动公司经营困境反转，首次覆盖给与“增持”投资评级。

- **高端电动两轮车鼻祖，产品转型+门店下沉再出发。**小牛 2016-2021 年行业发展早期凭借锂电化、智能化、品牌化抢占高端电动两轮车心智定位，不过在 2022-2023 年陷入规模瓶颈期。2024 年电动自行车行业恰逢新国标修订、行业强监管、白名单以及以旧换新等供需层面多重扰动，铅酸电池车型凭借高安全、低成本、宽温域优势重新获得青睐，小牛战略层面快速推动锂电向铅酸转型，门店向下沉市场覆盖转变，我们预计公司 24 年实现铅酸车型占比过半，门店新开 900 多家下沉城市，同时推动全渠道营销赋能，将高端品牌势能转化为销售增长动能，实现规模再上新台阶，争取 2025 年业绩扭亏为盈，实现困境反转鹰的重生。
- **中国市场：平台化降本、渠道门店下沉、优化产品结构。**小牛 2024 年战略转型聚焦爆款车型开发推动平台化降本，智能升级抢占先机用户，产品优化结构提升铅酸车型占比，配合终端渠道门店下沉、增加三四线城市覆盖。我们预计小牛 2024/2025 年国内市场两轮车销量同比增长 26%/50%至 76/115 万台，2024Q4-2025Q1 新增 1000 家门店、增至 4300 家左右，为 2025 年行业新国标切换爆发奠定基础。
- **海外市场：电动摩托车渠道切换，滑板车撬动出海新增量。**小牛早期出海布局电动摩托车，渠道过于依赖经销商，2023-2024 年切换自建海外团队，导致电动摩托车销量表现不及预期。目前外销集中在电动滑板车发力，2022 年进驻亚马逊后，2024 年下半年突破美国 BestBuy 线下渠道，推动滑板车销量突破到 17 万台。
- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年主营业务收入分别为 49 亿元、63 亿元、79 亿元，分别同比增长 50%、27%及 26%，净利润分别为 1.8、3.2、4.3 亿元人民币，对应 2025 年估值 24 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、成本提升风险、费用投放失控风险、行业销量下滑影响、政策相关风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2652	3288	4934	6286	7938
同比增长	-16%	24%	50%	27%	26%
营业利润(百万元)	-320	-252	183	346	472
同比增长	203%	-22%	-173%	89%	37%
归母净利润(百万元)	-272	-193	181	325	431
同比增长	450%	-29%	-194%	79%	33%
每股收益(元)	-1.75	-1.25	1.17	2.09	2.78
PE	-16.0	-22.5	24.0	13.4	10.1
PB	4.0	4.7	3.9	3.2	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持 (首次)

消费品/家电  
目标估值: NA  
当前股价: 4.3 美元

## 基础数据

总股本 (百万股)	155
美股 (百万股)	139
总市值 (百万美元)	303
美股市值 (美元)	
每股净资产 (美元)	0.83
ROE (TTM)	18.90
资产负债率	46.4%
主要股东	Glory Achievement Fund Limited
主要股东持股比例	31.8%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	69.6	105.3	126.7
相对表现	60.3	61.9	82.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 史晋星 S1090522010003  
✉ shijinxing@cmschina.com.cn
- 闫哲坤 S1090523070001  
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn
- 彭子豪 S1090522120001  
✉ pengzihao@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 高端智能电动两轮车的开创者 .....	4
1、 智能高端电动车第一股，深耕 10 余载 .....	4
2、 股权结构与管理团队 .....	4
3、 财务表现：营收和盈利能力暂有承压 .....	5
二、 公司核心逻辑：受益高端化、新国标、产品结构升级 .....	6
1、 国内两轮车行业稳步增长，高端市场有望扩容，小牛提早布局 .....	6
2、 新国标预计强监管加速尾部品牌出清，利好头部企业 .....	12
3、 突围方向：提升铅酸产品占比、打开下沉渠道 .....	13
4、 出海破局：电摩收缩、滑板车当红 .....	17
三、 盈利预测与投资评级 .....	18
四、 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1： 公司股权结构（截至 2024 年 2 月 29 日） .....	5
图 2： 公司营业收入拆分（亿元） .....	6
图 3： 公司毛利率和净利率 .....	6
图 4： 国内电动两轮车行业规模 .....	6
图 5： 国内摩托车行业规模（万台） .....	7
图 6： 电动两轮车竞争格局：头部日益集中 .....	7
图 7： 电动两轮车分价格带，3500 以上高端占比稳定在 20% 以上 .....	8
图 8： 2021-2024 电动车用户分年龄段占比 .....	8
图 9： 中国 2022-20230 人口阶层变化 .....	8
图 10： 电动两轮车智能化功能特点 .....	9
图 11： 两轮车智能化评测年度总分值及产品排名 .....	10
图 12： 用户知道的智能电动车品牌排名 .....	10
图 13： 各厂家出货均价（元） .....	10
图 14： 小牛电动车均价（人民币元） .....	11
图 15： 公司产品矩阵不断迭代 .....	11
图 16： 2023 年两轮车锂电产品占比下降 .....	14

图 17: 价格带对照: 小牛产品价格带相对偏高, 3500+以上占比 80%..... 14

图 18: 公司销售量 2022 年起下滑..... 15

图 19: 全球电动自行车销量: 海外 2023-2027 年复合增长率 19.4% ..... 17

图 20: 小牛海外电动两轮车系列涵盖电摩、电动滑板车和电助力自行车 ..... 18

表 1: 公司发展大事记..... 4

表 2: 公司高管一览..... 4

表 3: 公司产品荣获奖项一览 (不完全统计) ..... 11

表 4: 2024 年以来政策推出节奏..... 12

表 5: 前两批白名单入选工厂汇总..... 13

表 6: 小牛 24Q3 天猫 top20 产品梳理..... 15

表 7: 九号 24Q3 天猫 top20 产品梳理..... 15

表 8: 小牛电动&九号公司两轮车门店差距 ..... 16

表 9: 电动两轮车企业双十一战报表现 ..... 17

表 10: 小牛电动两轮车业务拆分 ..... 19

附: 财务预测表..... 21

## 一、高端智能电动两轮车的开创者

### 1、智能高端电动车第一股，深耕 10 余载

公司是国内高端电动两轮车的开创者，早期发展迅猛。2014 年公司正式成立，2015 年便发布第一款车型小牛电动 N1，实现京东众筹 7200 万，刷新国内产品类众筹记录；2016 年进入欧洲市场，2018 年于纳斯达克上市；截至 2023 年年底，公司已经进入海外 52 个国家，并为全球多家共享电动车运营商，在全球累计销售超 340 万台智能两轮电动车。

表 1：公司发展大事记

时间	事件
2014	公司正式成立
2015	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
2016	进入欧洲市场
2017	发布小牛电动 U1 系列
	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	巴黎卢浮宫发布小牛电动 NQi GT 及 MQi+ 两款新车。
	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
	NIU Care——国内首推两轮电动车关怀项目，开启全方位品牌售后服务
	公司于纳斯达克上市，发行价 9 美元/股，发行数量 700 万股
2020	小牛电动进入全球 46 个国家和地区，全球累计销量超过 150 万台
2021	推出电动滑板车 KQi 系列，布局短出行市场。
	全球门店数量超 3300 家，累计销量超过 270 万台。 FO 预售超 1 亿元，打破京东出行品类预售记录。
2022	发布小牛电动 SQi、2022 款 UQi+、GOVA B2。

资料来源：公司官网、招商证券

### 2、股权结构与管理团队

**高管团队高配置。**公司创始人李一男曾任华为高管，27 岁即晋升为华为常务副总裁，此后在金沙江创投从事投资，具有丰富的创业经验。**现任首席执行官李彦**先生为斯坦福大学博士，曾在高通担任工程师，在 KKR、麦肯锡从事投资管理；财务总监 Fion Zhou 女士曾担任阿里巴巴财务总监，搜狗集团首席财务官。

表 2：公司高管一览

姓名	职务	出生	个人简历
李彦	董事会主席 兼首席执行官	1978	<ul style="list-style-type: none"> <li>2009 年至 2015 年，他负责监督 KKR Capstone Limited 在中国的投资组合业务</li> <li>李彦博士 2012 年获得 Private Equity International 颁发的卓越运营奖。</li> <li>于 2008 年至 2009 年在麦肯锡公司工作，为高科技、工业产品和零售行业的各公司提供咨询服务</li> <li>于 2006 年至 2008 年在加利福尼亚州圣地亚哥的高通公司担任高级研究工程师，专注于 3G 和 4G 通信技术的开发。李博士拥有三项 3G 通信专利</li> <li>斯坦福大学博士</li> </ul>
Fion Zhou	董事兼首席 财务官	1985	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾担任搜狗集团首席财务官，负责财务运营、战略投资、融资和内部控制</li> <li>曾任阿里巴巴集团纽交所 (NYSE: BABA) 财务总监，还曾在 Viadeo S. a. 和协和医疗 (NYSE: CCM) 担任高级财务职务。</li> <li>美国注册会计师协会会员，全球特许管理会计师。</li> </ul>

资料来源：公司公告、招商证券

公司股权结构保持稳定，高管持股比例高。公司 CEO 李彦先生直接持股 4.8%，拥有 13.3% 的投票权；Niu Holding 持股 6.4%，拥有投票权 19.4%；创始人李一男通过旗下 Glory Achievement 持股 31.8%，拥有投票权 24.1%。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年 2 月 29 日）



资料来源：Wind、招商证券

### 3、财务表现：营收和盈利能力暂有承压

分产品看，两轮车+滑板车业务占营收比重 90%左右。2021 年之前公司营收高速增长，2021 年两轮车+滑板车（后简称短交通）业务营收达到 32 亿元人民币，2017-2021 年复合增长 46%。

2022-2023 年营收有所下滑，主要原因是：1) 监管趋严，公司在 2019-2021 年新国标换车潮带动下快速激增到 100 万台后，锂电池起火、非法改装问题登上 315 晚会，引发消费者安全担忧；2) 市场错配，小牛 2021 年尝试推广 Gova Go 锂电车型价格下沉到 1999 元，引发产品投诉问题。3) 竞争加剧，随着九号公司快速崛起，一定程度对高端智能两轮车市场份额形成分流，叠加小牛终端售后服务体系、门店盈利空间在激烈竞争的市场中有所掉队。

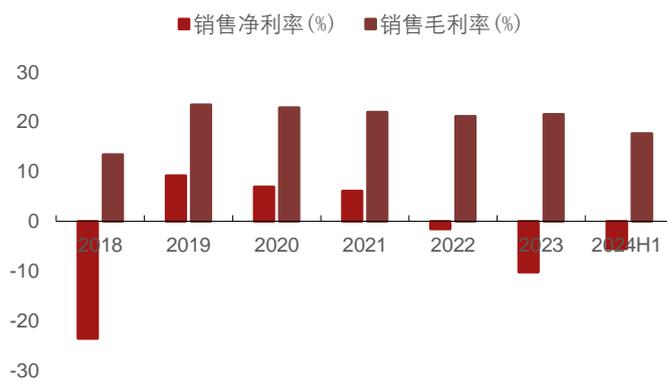
盈利能力有所承压：2019-2020 年在规模效应帮助下，公司整体毛利率快速提升至 23%左右，2021-2023 年市场竞争加剧、公司毛利率下滑至 21%左右。其中锂电池成本占到两轮车总成本的 30-40%，由于锂电池价格在 2023 年之前较高，影响公司毛利率水平。费用方面，由于市场竞争近年比较激烈，销售、研发不断加大投入，期间费用率水平较高（20%以上），综合带来公司净利率从 2019-2022 年 7%左右下滑至亏损状态，2022-2023 年净利率为 -2%、-10%，2024 年 H1 亏损收窄至 -5.5%。2024 年全年公司实现营收 32.9 亿元，同比+24%，亏损收窄至 -1.9 亿元。

图 2: 公司营业收入拆分 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 3: 公司毛利率和净利率



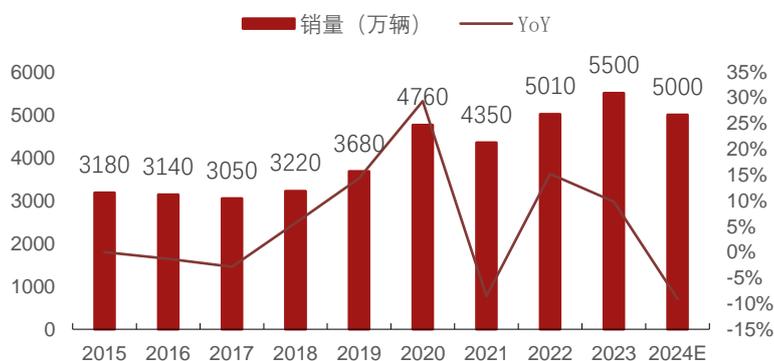
资料来源: 公司年报、招商证券

## 二、公司核心逻辑: 受益高端化、新国标、产品结构升级

### 1、国内两轮车行业稳步增长, 高端市场有望扩容, 小牛提早布局

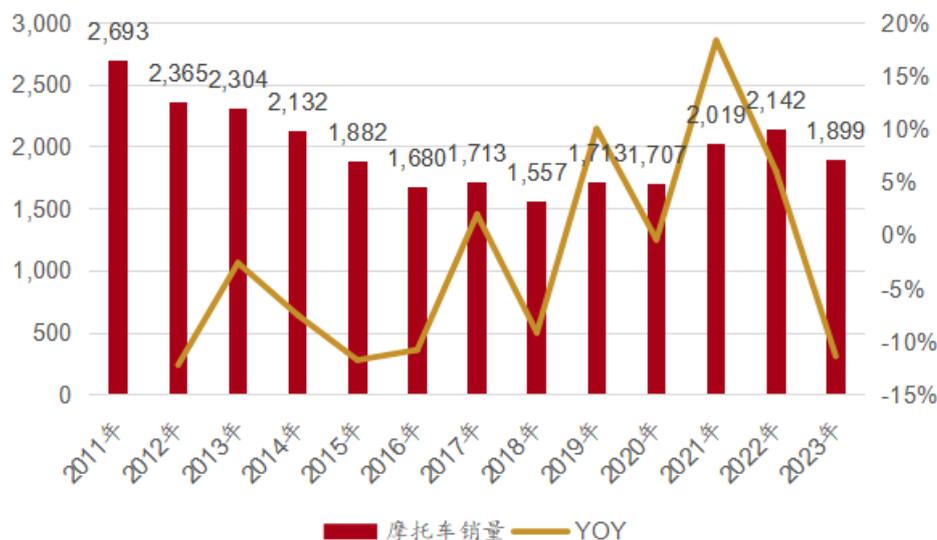
**电动两轮车行业规模稳中有增。**据艾瑞咨询数据, 2015—2018 年行业销量在 3000-3200 万台之间窄幅波动; 2018 版新国标出台后, 2018 年 5 月-2019 年 4 月有 11 个月过渡期, 2019 年 4 月 15 日正式实施, 同时叠加持续多年的禁摩令扩大实施, 推动越来越多的消费者换购电动自行车, 短期内电动自行车市场销量开始快速扩容, 2018—2023 年销量复合增长 11%, 2023 年突破 5500 万辆, 除 2021 年疫情扰动、2024 年行业监管趋严外, 行业需求整体保持上升态势。

图 4: 国内电动两轮车行业规模



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

图 5：国内摩托车行业规模（万台）

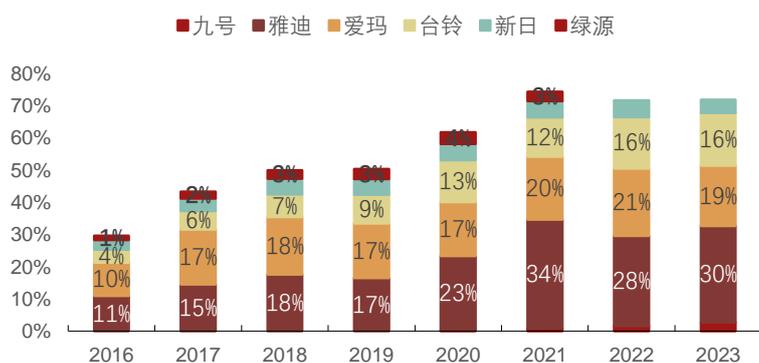


资料来源：中国汽车工业年鉴、招商证券

竞争格局集中度持续提升，九号、小牛引领高端智能品牌。行业政策趋严+近年龙头主动降价抢份额加速行业集中度的提升，雅迪和爱玛稳居前二，2016 年 CR2 为 21%，2021 年 CR3 提升至 65%以上，龙头企业地位进一步强化。同时以小牛、九号为代表的高端品牌，凭借差异化产品在市场扩容过程中分得一杯羹。我们认为随着新国标修订版的推出，行业以价换量的逻辑告一段落，头部品牌集体进入到巩固高端占位、提升盈利阶段。

- **雅迪**：抓住 2019 年新国标短期扩容机遇抢占份额，从 2016 年占比 11%大幅提升至 2023 年 30%，布局石墨烯及钠电池打造冠能系列高端子品牌，目前 3000 元以上高端产品销量占比 40%，预计在 600 万台左右；
- **爱玛**：2021 年之前渠道拓展稍缓，2021 年之后加速，从 2016 年 10%提升至 2023 年 20%左右，稳居第二。截至目前预估爱玛 3000 元以上高端产品销量占比 15%，对应 150 万台左右；
- **台铃**：市占率由 2016 年 4%快速上升至 2023 年 16%，开店策略较为激进，预计 2024 年门店数超过 3 万家，市占率进一步提升到接近 19%；
- **其他品牌**：新日、绿源品牌销量市占率约 5%及以下。

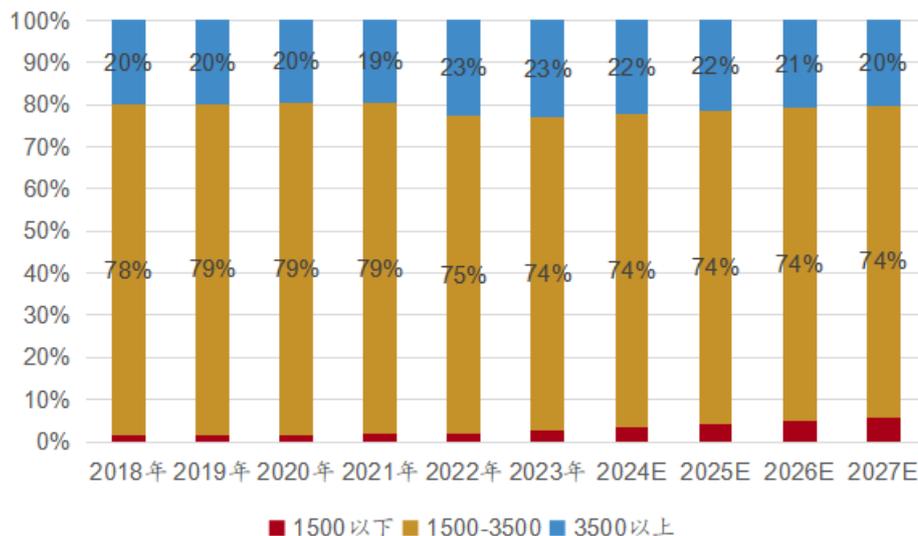
图 6：电动两轮车竞争格局：头部日益集中



资料来源：艾瑞咨询、各公司年报、台铃官网、招商证券

参考弗罗斯特沙利文统计，电动自行车行业 3500 元以上价格带销量占比稳定在 20% 以上，2023 年行业销量 5500 万台，高端占比 23%，对应高端电动自行车销量接近 1300 万台，其中雅迪冠能 600 万台、爱玛高端 150 万台，九号 250 万台，小牛 80 万台，基本构成主流高端品牌阵营。

图 7：电动两轮车分价格带，3500 以上高端占比稳定在 20% 以上

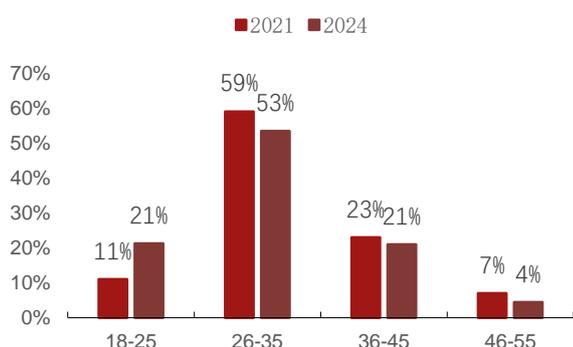


资料来源：弗罗斯特沙利文、招商证券

高端市场有望扩容。我们认为原因有以下几点：

1) 年轻群体和中产占比提升。年龄段视角看，35 岁和 25 岁以下年轻群体占比提升，年轻群体对高端智能两轮车更为偏好；收入构成来看，根据 BCG 统计，2022 年中产群体 4.73 亿人，预计 2025/2030 年分别达到 5.1 和 5.5 亿人，其中家庭月均可支配收入在 1.5 万以上高收入人群 2025/2030 年分别为 1.9 亿和 2.2 亿，不断扩大。

图 8：2021-2024 电动车用户分年龄段占比



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 9：中国 2022-2030 人口阶层变化

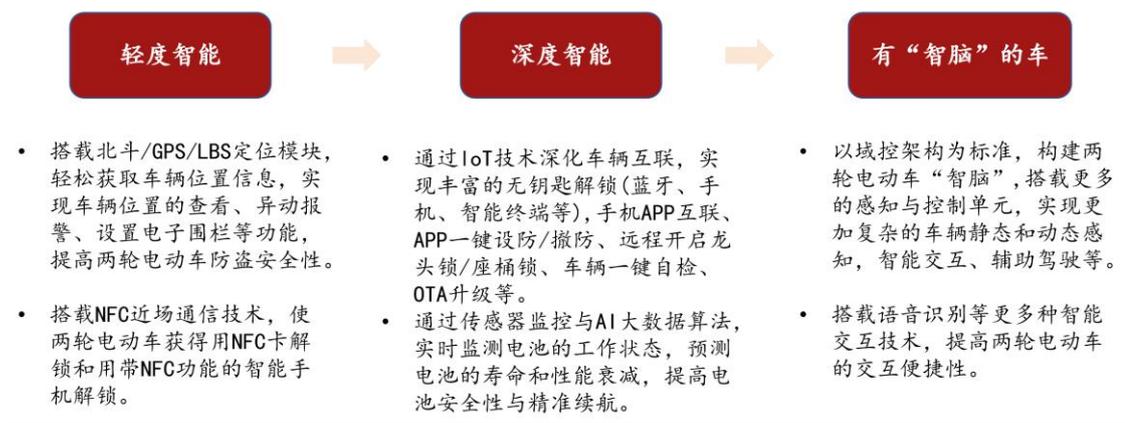


资料来源：BCG 波士顿咨询、招商证券

2) 行业监管趋严，新国标推动产品智能化升级。电动车为“草根行业”起家，但涉及最基本的人身安全，以安全为导向的政策推动全行业车辆信息化（加装北斗卫星导航模块、车电一体化）、强标锂电池、增加永久标识、减少塑料件占比，

成本将平均增加 300-400 元,本次新国标修订、叠加白名单,要求企业具备车架、模具自制能力,显著提升行业供给侧门槛。因此产品智能化升级将为高端产品体验升级铺平道路,根据佐思汽研,两轮电动车通过 IoT 技术实现车辆远程解锁、手机 APP 互联,运用 AI 大数据计算实现电池安全提升与精准续航,使用 GPS/北斗定位技术进行科技防盗等,在头部厂商的高端品牌上基本已是标配。

图 10: 电动两轮车智能化功能特点



资料来源:艾瑞咨询、招商证券

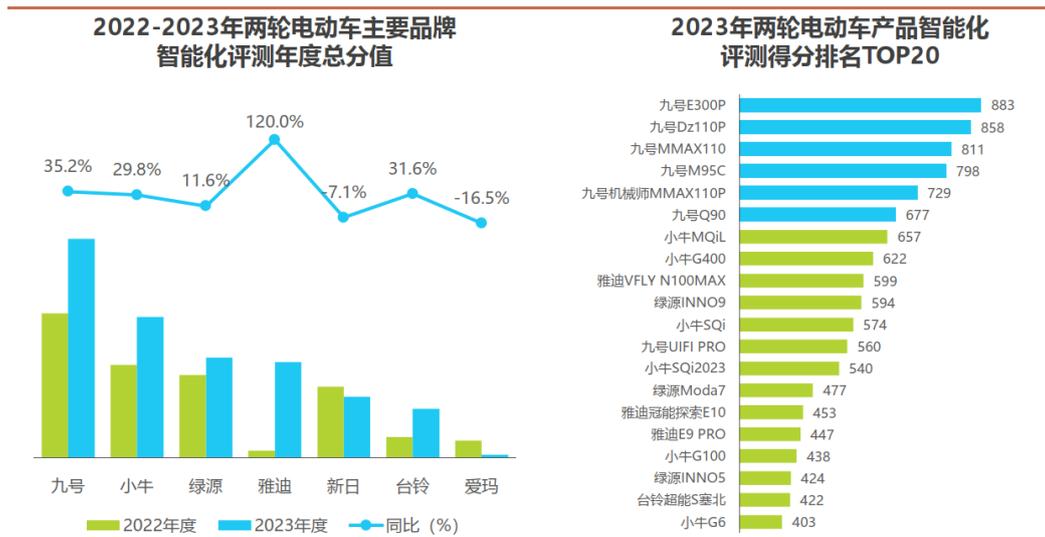
表 3: 两轮车各企业智能化项目一览

厂商	雅迪	爱玛	台铃	九号	小牛
操作系统	YADEA OS 智慧中枢 (基于思智浦平台自研)	Aim OS+华为鸿蒙系务	华为鸿蒙系统	RideyFun 智控系统	NIU CLOUD ECU
智能中控	可实现智能控车、智行 APP、智慧休眠、自动大灯等	车辆与手机、云端以及后台的数据交互,为用户提供不同场景下的定制化智能功能	手机屏显同步至大屏,可显示导航媚萨台脖銜崎袖影、音乐	支持听歌、导航、打电话辅助需求,具备天气预警系统,可通过蓝牙与手机 APP 互联	手机投屏导航、电话功能
智能车锁	手机 APP、声纹解锁、NFC、蓝牙、钥匙分享手机开启坐桶锁	手机 APP、NFC、蓝牙、钥匙分享	手机 APP、NFC	手机 APP、NFC、蓝牙钥匙分享、手机开启坐桶锁	手机 APP、密码解锁、NFC、蓝牙、钥匙分享、手机开启坐桶锁
智能防盗	实时定位、异动提醒、电子围栏、哨兵模式	实时定位、异动提醒	实时定位、电子围栏	实时定位、异动提醒、电子围栏	实时定位、异动提醒电子围栏、电醒、池防盗
骑行辅助	行车记录仪、助力推行			ABS、TCS、定速巡航助力推行	一键倒车、一键修复、定速巡航、助力推行、坡道驻车 ABS、TCS、双行车记录仪(碰撞预录功能)

来源:佐思汽研,招商证券

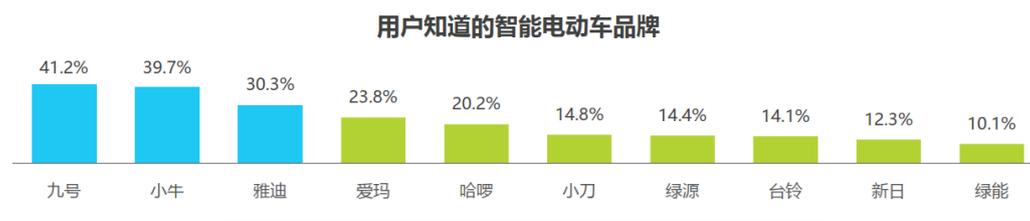
根据鲁大师,2023 年度两轮电动车主要品牌智能化平均水平较 2022 年度提升约 25.7%,其中小牛品牌整体智能化水平在行业保持大幅度的领先。2023 年两轮电动车产品智能化测评得分前 20 款车型中小牛独占 6 席,排名行业第二。

图 11: 两轮车智能化评测年度总分值及产品排名



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

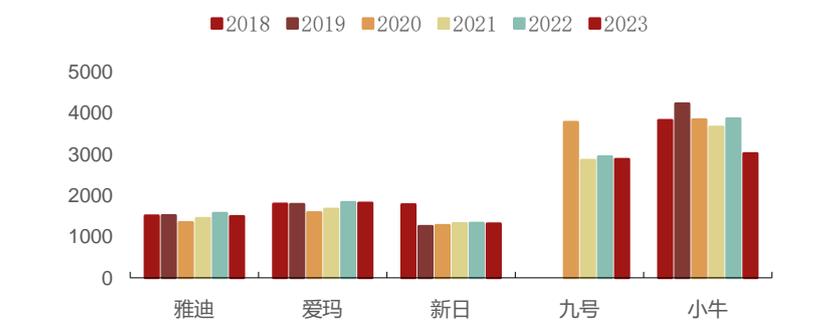
图 12: 用户知道的智能电动车品牌排名



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

**小牛电动: 多年深耕中高端电动两轮车, 品牌力基础坚实。**公司 2015 年起发行第一款两轮车产品 Nqi, 并在在米兰国际两轮车展会 Eicma 亮相, 走向海外。2020 年公司两轮车销量突破 60 万台, 是首个销量破 50 万台的高端两轮车厂商。均价方面看, 公司产品均价稳定在 3500 元以上, 高于九号公司 (2700 元左右) 约 800 元, 为行业内定位最高端的品牌。

图 13: 各厂家出货均价 (元)



资料来源: 各公司公告、招商证券

图 14: 小牛电动车均价 (人民币元)



资料来源: 公司交流 ppt, 招商证券

产品矩阵丰富, 不断迭代。2015-2023 年公司持续发布系列新品, 如国内 2022/2023 年新发 S 和 R 系列, 此外经典的 N、M 和 U 系列分别在 2019/2023/2022 年进一步升级迭代, 目前已形成 8 大系列产品。海外方面公司主攻欧洲、东南亚和美国区域 (约占营收比重 10%), 在国内对应产品的基础上做改款适应当地需求。

图 15: 公司产品矩阵不断迭代



资料来源: 公司交流 ppt, 招商证券

高颜值: 外观时尚设计感强, 多次荣获国际设计大奖, 年轻用户粘性高。2024 年公司新品 X3 斩获 “2024 德国红点奖”, 2023 S、U、K 系列荣获红点奖、iF 设计奖等; 更早期看, 公司的 U、M 等经典系列在外观设计上亦获得国际权威奖项的认可。

表 4: 公司产品荣获奖项一览 (不完全统计)

时间	奖项
2024	小牛电动 X3 斩获 “2024 德国红点奖”
	SQi 斩获 “2023 德国 iF 产品设计大奖”
	SQi 斩获 “2023 德国红点最佳产品设计奖”
2023	UQi+ 斩获 “2023 德国红点产品设计大奖”
	KQi3 Pro 斩获 “纽约产品设计奖 2023 金奖 (出行科技领域)”
	KQi2 斩获 “2023 德国 iF 产品设计大奖”

	KQi Youth+ Pro 斩获 “2023 德国 iF 产品设计大奖”
2019	年轻人喜爱的十大设计新品牌
	UQi 荣获 “2019 德国 IF 产品设计奖”
2018	UQi 斩获 “DFA Design for Asia Awards 2018” 铜奖
	UQi 荣获 “GOOD DESIGN AWARD”
	MQi+荣获 “2018 金点设计奖”
	UQi 荣获 “IDEA AWARD” 银奖
2017	UQi 斩获 “德国红点设计大奖 2018 产品设计奖”
	MQi 荣获 “2018 德国 IF 产品设计奖”
	UQi 荣获 “2017 中国设计红星奖金奖”
	小牛电动 MQi 荣获 “最成功设计奖大奖”

资料来源：公司官网、招商证券

## 2、新国标预计强监管加速尾部品牌出清，利好头部企业

2024 年开始监管进一步趋严，为新国标修订版推出预热：

其一，国家层面发布电动自行车强制性锂电池国标；其二，年初至今在全国范围内开展电动自行车“国抽”、安全检查，工信部联合印发行业规范。截至 6 月初，国家市场监管总局“电动自行车安全隐患全链条整治行动”共排查电动自行车生产销售企业 13.4 万家次，约谈生产、销售企业 1.6 万家，责令改造 4220 家，暂停、撤销电动自行车 3c 认证证书 201 张，立案查办违法违规案件 3673 起，罚没金额 1550 万元，移送司法机关 29 起；其三，11 月 1 日电气安全标准、充电器标准、强化锂电池标准正式实施，产品需要经过 3C 认证后，方可出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用。

2025 年 1 月新国标正式颁布，给与 8 个月过渡期，2025 年 9 月 1 日以后生产端必须符合新国标，销售端 2025 年 12 月 1 日后所有在售车辆必须符合新国标。电动自行车最高车速不超过 25km/h，强化防火阻燃材料要求，塑料件总质量占比不超过 5.5%，增加永久性耐高温识别代码标识，对电池组控制器限速器提高防篡改要求，铅蓄电池重量放宽至 63kg，增加北斗定位，通信与动态安全监测功能

表 5：2024 年以来政策推出节奏

时间	政策
2024 年 3 月中下旬	电动自行车、电动自行车电池“国抽”
2024 年 4 月 7 日	工信部消费品工业司研究起草了《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》并公开征求意见，只有达到条件和门槛的生产企业，才能进入电动车生产白名单。
2024 年 4 月 12 日	国务院总理李强主持召开国务院常务会议，部署开展电动自行车安全隐患全链条整治工作
2024 年 4 月下旬	市场监管总局国家标准委发布《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》强制性国家标准，11 月 1 日正式实施，过渡期半年。
2024 年 4 月 25 日	工信部公开征集对《电动自行车用充电器安全技术要求》强制性国家标准第 1 号修改单（征求意见稿）的意见
2024 年 4 月 29 日	工信部等三部门联合印发《电动自行车行业规范条件》《电动自行车行业规范公告管理办法》
2024 年 5 月 31 日	工信部印发强制性国家标准《电动自行车电气安全要求》（GB 42295—2022）第 1 号修改单（征求意见稿）解读，征求意见 6 月 28 日结束。
2024 年 6 月 19 日	工信部公布《锂电子电池行业规范条件》和《锂电子电池行业规范公告管理办法》，6 月 20 日起实施，针对锂电子生产企业准入门槛和相关条件做出明确要求。
2024 年 9 月	2024 版新国标修订稿推出，在塑料件、重量、车速、智能化上做了明确要求
2024 年 11 月	11 月 1 日，《电动自行车用充电器安全技术要求》、《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》、《电动自行车电气安全要求》正式实施。
2025 年 1 月	1 月 13 日，工信部《电动自行车安全技术规范》（GB 17761—2024）正式颁布，新标准 8 个月过渡期，2025 年 9 月 1 日以后生产端必须符合新国标，销售端 2025 年 12 月 1 日后所有在售车辆必须符合新国标。

资料来源：工信部、市场监管局、招商证券

**3C 认证加速尾部厂商出清。**根据国家市场监管总局统计，2023 年全国电动自行车制造行业规模以上企业 738 家，截至 2024 年 9 月仅 503 家生产企业获得产品 3C 认证，也就意味着 8 个月淘汰出清 235 家尾部厂商。11 月 1 日新产品 3C 认证开始后，预计将进一步加速行业出清速度，部分经销商受新旧车型 3C 认证过渡影响，已经处于无车可卖境地，我们预计小牛智能车型 SKU 精简数量较少、获取认证速度相对更快，有助于抢占经销商资源。

此外，工信部连续发布两批白名单，其依据为 42295 和 42296 的充电器、电池强标，并对生产端车架自制提出要求。当前仅有 14 个品牌，共计 31 家工厂入围，相较当前市场 500 家以上的格局，将有明显优化，很多尾部企业将自动退出，或给头部企业腾出 1000 万台以上的市场空间。目前以小牛为代表的高端电动自行车龙头正在积极布局车架环节，有望进入后续批次的白名单。

表 6：前两批白名单入选工厂汇总

品牌	入选工厂	入选工厂数量
雅迪	无锡 浙江 重庆 天津 安徽 广东	6
爱玛	天津 江苏 浙江 广东	4
立马	浙江 河北 江西 河南	4
台铃	无锡 广东 重庆	3
新日	天津 江苏 湖北	3
绿源	浙江 山东 广西	3
小刀	江苏	1
五星钻豹	浙江	1
极核	浙江	1
富士达	江苏	1
绿驹	浙江	1
小鸟	天津	1
五羊本田	广东	1
斯波兹曼	天津	1

资料来源：工信部、招商证券

### 3、突围方向：提升铅酸产品占比、打开下沉渠道

#### 1) 为什么要提升铅酸产品的占比？政策导向+成本导向

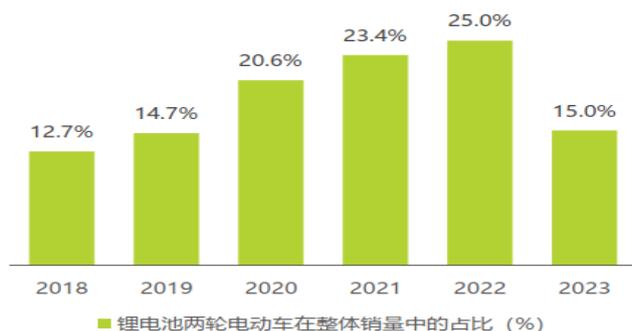
**政策端：**商务部 8 月 24 日发布的《推动电动自行车以旧换新实施方案》中明确指出“对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，可适当加大补贴力度”。高工产研锂电研究所估计，截止 2023 年电动自行车行业保有量锂电池渗透率 5.5%，对应 4 亿台保有量预计超过 2000 万台；艾瑞咨询估计，2018-2022 年上一版新国标推动下锂电池销量渗透率从 12.7%快速提升至 25%，2023 年由于锂电池价格剧烈波动渗透率回落至 15%。由于锂电池车型安全事故高发，2024 版新国标重新对电动自行车车重从 55kg 放宽到 63kg，进一步鼓励铅酸电池车型发展。

**成本端：**1) 更安全，全国电动自行车安全隐患全链条整治工作专班最新数据显

示，7月全国由蓄电池故障引发的电动自行车火灾中，有622起由锂电池引发，占比82.1%，铅酸电池有131起，占比17.3%；**2) 成本降低**：铅酸电池成本400元/Kwh，锂电池成本600-700元/Kwh，铅酸车成本相对更有竞争力。**3) 更重要的是企业的自主可控**：铅酸电池产品成熟，上游天能和超威供应格局稳定，下游电动自行车企龙头在铅酸基础上进一步创新，纷纷推出添加石墨烯/碳晶电池，增加循环充放电次数、提升产品竞争力。

图 16: 2023 年两轮车锂电产品占比下降

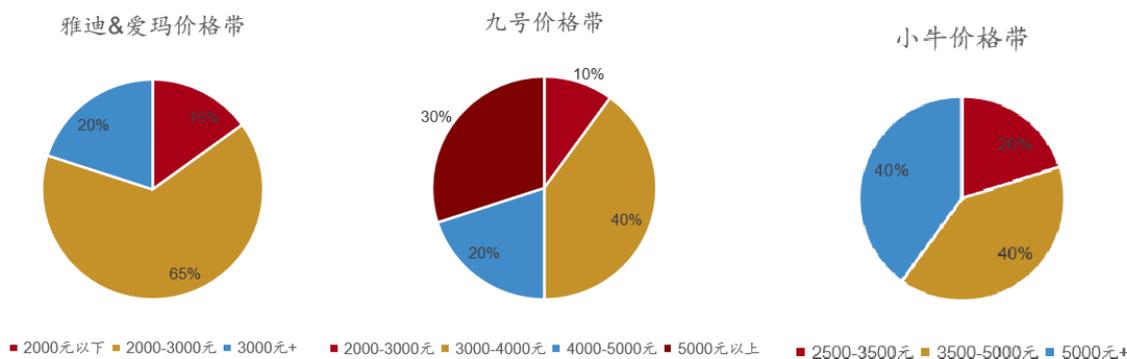
2018-2023年中国锂电池两轮电动车销售占比



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

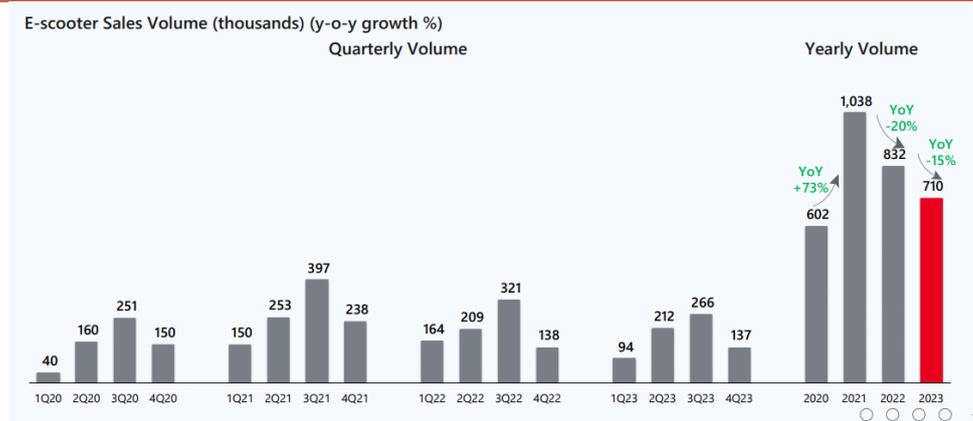
**小牛电动铅酸产品布局加快**。小牛在2023年之前主要聚焦于锂电两轮车，我们估计锂电产品占比在8成以上，价格偏高叠加消费降级环境不利影响，规模和盈利端均面临较大压力。2024年起公司发布多款铅酸电池车型，推动铅酸电池车型占比不断提升，我们预计今年比例大幅提升至50%以上，相较同等定位的九号公司（铅酸电池车型销售占比约在80%以上）仍有提升空间。我们梳理小牛和九号2024Q3天猫销额top20产品也可以看到，九号有9款车为铅酸车，小牛只有5款。

图 17: 价格带对照：小牛产品价格带相对偏高，3500+以上占比 80%



资料来源：招商证券估算

图 18: 公司销售量 2022 年起下滑



资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 小牛 24Q3 天猫 top20 产品梳理

商品名	电池	销售额(元)
NXt 大师版智能锂电长续航新国标电动车	锂电	11151078
F400T 新国标电动车电瓶车智能锂电通勤	锂电	9887016
F100 锂电池新国标智能电瓶车轻便成人上班通勤代步自行车	锂电	9255864
F200 锂电池新国标智能成人电瓶车通勤轻便男女代步自行车	锂电	8030254
新品 UQi+动力版新国标智能电动自行车	锂电	6803829
U 新国标智能电瓶车长续航锂电男女电动自行车通勤代步	锂电	4042878
车新款 UMax 动力版新国标锂电电动自行车	锂电	3177058
G400T 电动车新国标智能锂电长续航新品	锂电	2864161
新款 UMax 顶配长续航新国标电动自行车	锂电	2637932
NT play 铅酸电池电动车新国标智能电瓶车代步自行车 2024	铅酸	2481083
摩托车 NX Play 铅酸电池成人超长续航电瓶车高速代步电摩	铅酸	2332043
NPlay 电动摩托车智能高速电摩长续航	铅酸	1704594
车 Ms 锂电智能电瓶车成人女生小型代步自行车	锂电	1651914
NXt 运动版电动车智能新国标电动自行车	锂电	1465745
F400T	锂电	1106763
MT 铅酸电池电动车新国标智能电瓶车代步自行车 2024 新款	铅酸	1022116
NT 锂电池电动车新国标智能电瓶车成人代步自行车 2024 新款	锂电	925377
摩托车 NX Sport 锂电池成人超长续航电瓶车高速代步电摩	锂电	922932
F200 新国标智能电瓶车长续航	锂电	854775
G400T 青春版电动车通勤代步电瓶车	铅酸	850312

资料来源: 久谦、招商证券

表 8: 九号 24Q3 天猫 top20 产品梳理

商品名	产品类型	销售额(元)
F90 新国标电动车成人代步 9 号长续航智能电瓶车	锂电	72116962
F90M 新国标电动车成人代步 9 号长续航智能电瓶车	锂电	61451260
MMAX2 110P 高性能长续航通勤代步 9 号智能电动车	锂电	41160591
A2z 90 新国标长续航亲子代步智能锂电 9 号电动车	锂电	24442465
A2z 40 小型亲子代步通勤新国标智能 9 号电动车	锂电	23076982
远行者 F2z 110 长续航锂电通勤代步智能电动车	锂电	14147058
E150 MK2 高性能长续航 72V 锂电智能电摩	锂电	12450879
M95c+电动摩托车 2024 新款代步智能超长续航电摩	铅酸	12029116
M95C 电动摩托车外卖通勤代步智能长续航高速电摩	铅酸	11136378

敬请阅读末页的重要说明

M85C 电动摩托车成人通勤代步外卖智能长续航电摩	铅酸	7651192
Q85c 电动摩托车女生长续航通勤代步智能九号电摩	铅酸	6371109
V30C 新国标电动车小型亲子代步智能电动自行车	铅酸	6280989
猎户座 Dz110P 新国标电动车性能长续航智能电瓶车	锂电	6037730
N70C 电动轻便摩托车外卖代步智能长续航电轻摩	铅酸	5923688
Gz 90 电动自行车上班代步长续航锂电智能电动车	铅酸	5678451
A2z 35C 新国标 9 号智能电动车	铅酸	5351048
Mmax110 新国标电动车成人长续航智能锂电电瓶车	锂电	5068260
N85C 电动摩托车成人通勤代步外卖智能长续航电摩	铅酸	4504726
E80c MK2 高性能摩托车 72V 长续航智能电摩	铅酸	4196463
A2z 40 LF 联名款智能 9 号电动车	锂电	3744479

资料来源：久谦、招商证券

**SKU 方面，小牛旗舰店 sku 在 50 种以上，整体较为分散；九号核心 sku 在 20 种左右，因此规模效应更强推动毛利率水平更高。2024 年起小牛已经开始缩减 SKU，发力平台化降本。**

## 2) 渠道：发力下沉市场

小牛在 2023 年之前主要聚焦一二线城市，从 2024 年起加大对下沉市场门店开发力度。过往小牛前 20% 的城市贡献 80% 的销量，2800 家门店主要布局在一二线城市，对比来看，九号 2020 年之前完成 1-3 线城市布局，在门店只有 700 家（2020 年年底）时便开始着手四线城市布局，节奏快于小牛。

我们估计北上广深四大城市占小牛销售比重在 35% 左右，下沉市场空间有望逐步打开。小牛自 2022 年-2023 年门店数量徘徊在 3000 家左右止步不前，店效则从年销 418 辆下滑至 202 辆，主要跟铅酸车型产品布局失利、锂电产品下沉收效不佳带来渠道利润反噬有关。小牛去年产品端加强铅酸车型占比，配合渠道下沉动作，前三季度累计门店数量新增 300 多家，全年门店目标新增 1000 家至近 4000 家，大幅加快低线市场的布局力度。

表 9：小牛电动&九号公司两轮车门店差距

门店	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E
小牛	760	1,050	1,616	3,108	3,102	2,856	4,000
九号			700	1,700	3,000	4,500	7,500
销量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E
小牛	32	39	57	99	71	60	73
九号	-	0.3	11	44	86	147	255
店效 (辆/年)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E
小牛	556	429	429	418	229	202	214
九号				371	367	392	424
单店收入	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E
小牛	228	195	159	124	76	67	80
九号			-	100	103	113	122

资料来源：公司公告、招商证券

## 3) 营销：OTO 新零售运营赋能线下门店

以双十一为例，虽然小牛门店数远不及传统电动自行车企业，但在联动线上平台营销，赋能线下门店方面表现出色，2024 年双十一期间，小牛全渠道销售额 5.4 亿，其中线上带货超过 3.3 亿，占比超过 60%。在全渠道营销赋能线下方面，小

牛 2024H1 上半年在线订单占比从 2023 年同期 26%突破至 48%，传统电商平台外积极开拓抖音、小红书和快手渠道，助力二季度同店增长近 70%。

表 10: 电动两轮车企业双十一战报表现

品牌	2024 年双十一战报	门店数
九号公司	电动自行车全渠道销售额 14.74 亿元，同比增长 63%，线上销售额 9.9 亿，同比增长 88%	7200
小牛电动	全渠道销售额超 5.4 亿，其中线上销售额超 3.3 亿，是去年同期 158%	3200
雅迪控股	线上销量 19 万台，同比增长 1180%	40000
爱玛科技	线上销售额 3.29 亿，其中京东天猫 GMV 1.88 亿、订单量 7.17 万台、核销量 5.27 万台	33000
绿源电动	线上销售额破 4 亿，同比增长 100%，联动天猫、京东本地化、抖音本地生活等场景，以“总部带货，门店接单”模式助力终端红利	13000
台铃电动	线上销售额破 2.5 亿	30000

资料来源：公司双十一战报、招商证券

#### 4、出海破局：电摩收缩、滑板车当红

根据弗若斯特沙利文统计，海外电动自行车销量将从 2023 年 2650 万辆复合增长 19.4%至 2027 年 5390 万辆。国外市场两轮电动车主要包括三个细分品类：1) 电动摩托车 E-Motorcycle；2) 电助力自行车 E-Bike；3) 电动滑板车 E-Scooter。

图 19: 全球电动自行车销量：海外 2023-2027 年复合增长率 19.4%



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

2018 年小牛将 MQi 和 NQi 系列带到法国卢浮宫举办发布会，2021 年发布 KQi 电动滑板车，2022 年上市 BQi 电助力自行车。

图 20：小牛海外电动两轮车系列涵盖电摩、电动滑板车和电助力自行车



资料来源：公司官网、招商证券

1) **欧美市场**：小牛 2016 年出海第一站选在德国市场，产品本土化改造，早期推广电摩为主，针对欧美摩托车上牌照的不同规定，产品划分为 Off Road 和 On Road 两个版本。渠道方面，小牛积极与亚马逊、速卖通等电商平台展开合作，同时进驻线下消费电子商品店铺，例如欧洲的 Media Markt、美国的 BestBuy。2023 年受欧洲经销商现金流短缺影响，海外销量从 12 万台下滑至 11 万台，小牛开始搭建自主运营团队，摆脱对单一经销商的依赖，直接跟零售商合作，截止三季度公司在欧洲招募 100 多家分销商，覆盖德国、法国、意大利等市场。

2) **东南亚市场**：东南亚市场以性能燃油摩托车为主，小牛聚焦高端电动摩托车价格居高不下，相对缺乏吸引力，为此公司尝试推广“换电”业务，电池可以租赁，降低消费者购买成本。

小牛海外电动摩托车 24H1 同比下滑 69%，跟 toB 经销转型 toC 直营、以及欧洲取消清洁能源产品补贴后市场容量下滑等综合因素有关，不过产品本身摇摆于东南亚“便宜耐用”和欧美“性能怪兽”之间，尚未找到准确定位。

目前小牛外销主要以电动滑板车为主，2022 年入驻亚马逊，2024 年 7 月进驻美国 800 多家百思买门店，上半年在美国、德国（400 多家 MediaMarkt）、澳大利亚（230 家 JB Hi-fi 商店）等线下零售渠道助力下，实现 54% 的销量同比增长。在应对潜在关税摩擦方面，公司从 2024H2 开始启动东南亚供应链生产，以满足滑板车出口到美国市场的需求。

### 三、盈利预测与投资评级

#### 核心假设如下

1、国内电动两轮车：1) 公司 2024 年均价小幅增长 1%，随后新国标切换提升行业成本，同时叠加公司铅酸车占比提升+门店下沉拓展渠道，我们预计小牛 2025-2027 年出货均价分别 2%、1%、0%；2) 销量方面 24H1 止跌回升实现增长，我们预计公司 2025-2027 年销量分别+40%、+25%、+25%；

2、海外滑板车&电摩：1) 随着进入美国 Bestbuy 等线下零售门店，我们预计滑板车销量迎来快速爆发，同时电摩欧洲分销商铺设到位、新品发布后也将迎来出货增长，我们预计小牛销量 2025-2027 年分别+50%、+30%、+30%；2) 价格

端考虑到滑板车出货量贡献为主，拉低均价，预计 2025-2027 年基本保持不变。

3、毛利率方面，上半年受渠道补贴+铅酸车低毛利影响，盈利能力有所下滑，三季度关税恢复进一步拉低出口毛利率，随着 2025 年对美出口滑板车转移至东南亚，销量提升推动平台降本释放规模效应，以及高端产品占比回升三重有利因素帮助下，公司综合毛利率有望触底提升，我们预计小牛 25-27 年毛利率分别为 19.5%、21.5%、22.0%。

4、期间费用率方面，公司从过往 16-17%较低水平大幅跳升至 2022-2024 年的 20%以上，主要跟关店潮期间收入规模缩水、门店补贴费用增加、产品售后服务支出及租金费用增加、坏账准备金增加有关，随着公司 2024 年重新步入开店周期，收入恢复增长，我们预计将出现费用端的规模效应，期间费用率 2025-2027 年逐步从 22%下滑至 16%左右。

表 11：小牛电动两轮车业务拆分

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2026E
<b>国内：电动两轮车（亿元）</b>	29.24	23.6	20.1	26	37	46	58
销量（万台）	98.83	71.05	60.08	75.91	106	133	166
YOY	73%	-28%	-15%	26%	40%	25%	25%
均价（元）	2958	3322	3346	3377	3,445	3,479	3,479
YOY	-20%	12%	1%	1%	2%	1%	0%
<b>海外：滑板车&amp;电摩（亿元）</b>	3.29	4.94	3.49	3.97	5.9	7.7	9.9
销量（万台）	4.99	12.1	10.88	16.5	25	32	42
YOY	65%	143%	-10%	52%	50%	30%	30%
均价（元）	6597	4079	3204	2402	2,378	2,378	2,378
YOY	-39%	-38%	-21%	-25%	-1%	0%	0%

资料来源：公司公告、招商证券

我们预计公司 2025-2027 年总营业收入分别为 49 亿元、63 亿元、79 亿元，分别同比增长 50%、27%及 26%，净利润分别为 1.8、3.2、4.3 亿元人民币，对应 25 年估值 24 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## 四、风险提示

### 1、行业竞争加剧

高端两轮车市场中，近年九号快速增长，雅迪、爱玛等龙头高端产品占比提升，若行业竞争进一步加剧，将对公司增长造成挤压。

### 2、成本提升风险

公司铅酸车相对行业布局较晚，目前产品盈利能力较弱。若生产控费方面出现问题，将进一步拖累公司盈利。

### 3、费用投放失控风险

公司产品销量较小，仍处于扩大市场的高投入期，若费用控制不当，将对盈利产生明显影响。

### 4、行业销量下滑影响

消费者需要适应明年新国标的车型，可能采取观望态度，对两轮车行业整体销量形成压制，从而影响公司销售。

## 5、政策相关风险

新国标于 2025 年 12 月正式实施，对行业将产生明显的改变，可能会引起销量波动，进而影响公司业绩

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1761	2170	2717	3472	4440
现金	873	630	596	871	1236
交易性投资	98	274	274	274	274
应收票据					
应收款项	95	132	198	252	318
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	393	649	922	1148	1442
其他	303	484	727	926	1169
<b>非流动资产</b>	429	443	483	503	523
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	323	320	360	380	400
无形资产商誉	78	72	72	72	72
其他	27	51	51	51	51
<b>资产总计</b>	2189	2613	3200	3975	4964
<b>流动负债</b>	1071	1652	2061	2567	3223
短期借款	743	1163	1652	2058	2584
应付账款	1	1	1	1	1
预收账款	100	200	0	0	0
其他	227	288	408	509	639
<b>长期负债</b>	25	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	1096	1682	2091	2597	3253
股本	0	0	0	0	0
储备	1094	931	1109	1378	1710
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	1094	931	1109	1378	1710
<b>负债及权益合计</b>	2189	2613	3200	3975	4964

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	94	103	352	434	533
<b>净利润</b>	(272)	(193)	181	325	431
折旧与摊销	148	163	162	100	60
营运资本变动	6	7	28	26	53
其他非现金调	211	232	(20)	(18)	(11)
<b>投资活动现金流</b>	216	238	(14)	(2)	(9)
资本性支出	(79)	(87)	(40)	(20)	(20)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	1894	2083	0	0	0
其它	0	0	26	18	11
<b>筹资活动现金流</b>	(59)	(65)	(209)	(54)	(97)
债务增减	(60)	(66)	(200)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	54	97
其它筹资	1	1	(12)	(109)	(195)
<b>其它调整</b>	9	10	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	260	286	129	377	426

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	2652	3288	4934	6286	7938
<b>主营收入</b>	2652	3288	4934	6286	7938
<b>营业成本</b>	2081	2790	3961	4934	6196
<b>毛利</b>	571	499	973	1352	1742
<b>营业支出</b>	891	750	789	1006	1270
<b>营业利润</b>	(320)	(252)	183	346	472
<b>利息支出</b>	1	6	6	0	0
<b>利息收入</b>	35	37	6	8	11
<b>权益投资损益</b>	0	0	0	0	0
<b>其他非经损益</b>	1	2	20	10	0
<b>非经常损益</b>	3	1	1	1	1
<b>除税前利润</b>	(282)	(217)	204	364	484
<b>所得税</b>	(10)	(24)	22	40	53
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	(272)	(193)	181	325	431

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
<b>营业总收入</b>	-16%	24%	50%	27%	26%
<b>营业利润</b>	203%	-22%	-173%	89%	37%
<b>归母净利润</b>	450%	-29%	-194%	79%	33%
<b>获利能力</b>					
<b>毛利率</b>	21.5%	15.2%	19.7%	21.5%	21.9%
<b>净利率</b>	-10.3%	-5.9%	3.7%	5.2%	5.4%
<b>ROE</b>	-24.9%	-20.7%	16.4%	23.5%	25.2%
<b>ROIC</b>	-22.9%	-16.7%	16.8%	23.5%	25.1%
<b>偿债能力</b>					
<b>资产负债率</b>	50.0%	64.4%	65.3%	65.3%	65.5%
<b>净负债比率</b>	4.6%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>流动比率</b>	1.6	1.3	1.4	1.5	1.5
<b>速动比率</b>	1.3	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
<b>总资产周转率</b>	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6
<b>存货周转率</b>	5.1	5.4	5.0	4.8	4.8
<b>应收账款周转率</b>	13.4	29.0	29.9	27.9	27.8
<b>应付账款周转率</b>	2.7	2.9	2.8	2.7	2.7
<b>每股资料(元)</b>					
<b>EPS</b>	-1.75	-1.25	1.17	2.09	2.78
<b>每股经营净现金</b>	0.60	0.67	2.27	2.80	3.44
<b>每股净资产</b>	7.06	6.01	7.16	8.90	11.06
<b>每股股利</b>	0.00	0.00	0.35	0.63	0.83
<b>估值比率</b>					
<b>PE</b>	-16.0	-22.5	24.0	13.4	10.1
<b>PB</b>	4.0	4.7	3.9	3.2	2.5
<b>EV/EBITDA</b>	-6.1	-16.8	2.2	1.8	1.5

资料来源：公司数据、Wind 招商证券

备注：1) 2024 年现金流报表暂未披露，表中为预测值；2) 利润表营业总收入项目包括主营业务收入（报表端收入项目）及其他业务收入（报表其他收入及收益项目，不含非经常性损益、利息收入）

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。