

小牛电动 (NIU. O)

优于大市

积极推进产品及渠道变革，有望迎来底部反转

核心观点

小牛电动是全球化的智能城市出行解决方案提供商。小牛电动成立于2014年，公司开创了智能电动车两轮车的新品类，重点定位高端智能锂电产品，2024年后推出高端智能铅酸产品补足短板。2024年公司电动两轮车国内销售75.9万辆，国内市占率约1.5%，产品平均单价3500元以上。公司在国内有3735家品牌体验店及专卖店，重点布局一二线城市，进入海外52个国家，是全球化的智能城市出行解决方案提供商。

2024年收入恢复，利润亏损幅度收窄。2021年之前公司收入快速增长，2016-2021年收入复合增速达59.8%，2021年后由于碳酸锂涨价，公司主打的锂电产品价格持续上涨，导致销量下滑，至2023年收入下降至26.52亿元。2024年公司首次布局高端铅酸电动两轮车，加强终端渠道开拓及下沉，2024年收入32.88亿元，同比增长24%。锂电成本增加导致公司2022年净亏损0.49亿元，2023年公司受欧洲代理商资金短缺、运营停滞拖累，净亏损2.72亿元，2024年随着销量及收入恢复，利润亏损幅度较2023年收窄至1.93亿元。

毛利率稳定，净利率下滑受销售、管理费用率提升影响。公司通过产品涨价传导碳酸锂涨价，使毛利率稳定，2019-2023年毛利率保持在20%以上。由于收入下滑，管理及销售费用率提升明显，2021年至2023年，管理费用率从3.8%提升至9.2%，销售费用率从9.0%提升至18.7%，研发费用率小幅增长，综合导致净利率下滑，2024年净利率-5.9%。

积极调整产品、渠道策略，有望迎来销量及业绩向上拐点。小牛电动的品牌影响力、智能化特点深入人心，在消费者心中树立了高端电动两轮车的形象。过往公司主要布局高端锂电两轮车，锂电涨价导致公司产品提价，对销量、业绩均有较大拖累。2024年以来公司积极调整产品策略，2024年8月推出NT/MT Play两款高端铅酸电动两轮车，售价较原有锂电产品下降，新车采用摩托车级别车架设计，智能化配置完善，具备强竞争力，发布后仅4小时销量破5900台。2024年公司在渠道方面也积极变革，公司过往门店集中于一线城市，2024年在薄弱的二三线城市加强渠道下沉，终端门店数量拓展至3735家，较2023年净增加879家。2025年公司将补齐铅酸类产品短板，加强网点铺设及渠道下沉，产品及渠道端持续发生积极变化，有望迎来销量及业绩的向上拐点。

盈利预测与估值：考虑到小牛电动在高端电动两轮车领域竞争力强，随着高端铅酸电动两轮车推出，叠加渠道扩展，销量及利润有望持续改善，有望实现扭亏为盈，预计2025/2026/2027年公司净利润1.4/2.7/4.1亿元，EPS为1.8/3.5/5.3元，给予25年23-24x PE，对应目标价40.9-42.7元（5.64-5.88美元），相较当下具38%-44%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：新品放量节奏不及预期，渠道拓展进度不及预期，高端电动两轮车市场消费能力减弱，库存水平过高，关税政策变动。

公司研究·财报点评

汽车·摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：唐英韬

021-61761044

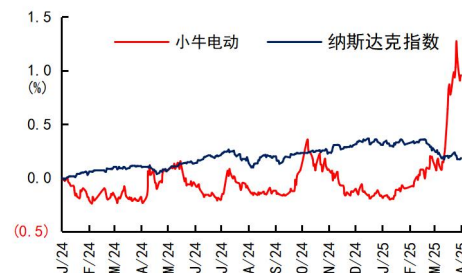
tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	5.64 - 5.88 美元
收盘价	4.18 美元
总市值/流通市值	324/290 百万美元
52周最高价/最低价	4.90/1.61 美元
近3个月日均成交额	3.46 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,652	3,288	4,932	6,166	7,707
(+/-%)	-16.3%	24.0%	50.0%	25.0%	25.0%
归母净利润(百万元)	-272	-193	138	270	408
(+/-%)	—	—	-171.4%	95.3%	51.4%
每股收益(元)	-1.75	-1.24	1.78	3.47	5.26
EBIT Margin	9.1%	-7.6%	-3.4%	-0.3%	1.8%
净资产收益率(ROE)	-24.9%	-20.7%	13.1%	20.8%	24.5%
市盈率(PE)	-16.9	-23.8	16.7	8.5	5.6
EV/EBITDA	18.6	-9.2	-23.9	69.3	16.6
市净率(PB)	4.21	4.94	2.18	1.77	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

小牛电动是全球智能城市出行解决方案提供商。小牛电动成立于 2014 年，公司旗下产品包含 NQi、MQi、UQi、RQi、TQi、SQi 等多个系列电动两轮车，以及电动助力车 BQi、电动滑板车 KQi 等。小牛电动开创了智能两轮电动车的新品类，过往重点打造高端智能锂电类的电动两轮车产品，截止 2024 年底，公司在全球累计销售智能电动两轮车超 500 万辆，在国内有 3735 家品牌体验店及专卖店，同时进入了海外 52 个国家，是全球化的智能城市出行解决方案提供商。

图1：小牛电动旗下的产品布局



资料来源：公司官网，网易，国信证券经济研究所整理

回顾小牛电动的发展历程，2014 年公司正式成立，随后发布首款电摩产品 NQi，2015 年 NQi 获得天猫超级品牌日电动车行业销量第一位，此后公司陆续发布 MQi、UQi 等经典产品，销量也持续提升，2017 年公司在全球累计销售超过 30 万台，2018 年公司成功在纳斯达克上市。2020 年公司启动 NIU 2.0 战略，旨在通过对网络、动力、智能、产品的全面升级，完成向 NIU2.0 时代的转型，公司在 NIU2.0 战略背景下相继推出 MQi、GOVA 等系列产品，2024 年公司推出面向中高端市场的铅酸类电动两轮车，进入全新产品领域。

图2：小牛电动的发展历程

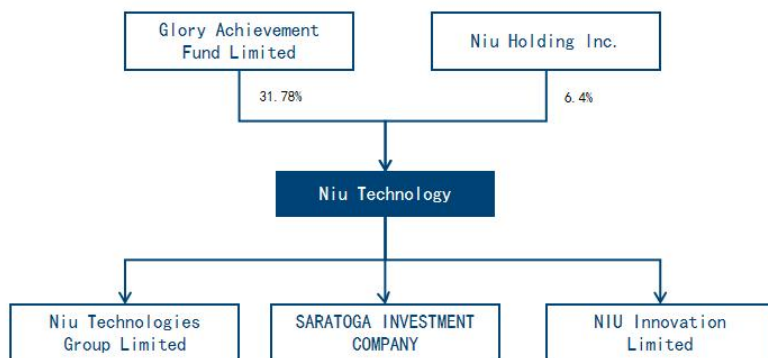


资料来源：公司官网，百度百科，国信证券经济研究所整理

股权结构集中,投票权集中于大股东及CEO。公司大股东主要是Glory Achievement Fund Limited、Niu Holding Inc., 持股比例分别为31.78%、6.4%, Glory Achievement Fund Limited 是公司的第一大股东,也是创始人李一男旗下的信托公司,其他持股比例较高的股东为公司 CEO 李彦,持股比例4.8%。

小牛电动的股东中 Glory Achievement Fund Limited 拥有24.1%的投票权, Niu Holding Inc. 拥有19.4%的投票权, CEO 李彦拥有13.3%的投票权,对公司整体的经营决策有较为重要的影响。

图3: 小牛电动的股权结构图



资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2022年后营业收入持续下滑,2024年收入恢复。2021年之前公司的收入保持快速增长,2016-2021年收入复合增速达到59.8%,2021年收入提升至37.05亿元,公司将产品定位为高端智能化的锂电车,推出的产品受到消费者较高认可。2021年后由于碳酸锂涨价较多,公司产品价格上涨,产品提价对销量产生较大冲击,叠加市场竞争加剧,九号等电动两轮车企业展开布局,公司销售收入从2022年开始下滑,至2023年下降至26.52亿元。2024年公司首次布局高端铅酸电动两轮车,结合终端渠道的开拓,收入逐步恢复,2024年收入同比增长24%。

净利润波动较大,2024年亏损幅度收窄。碳酸锂涨价对销量造成较大冲击,电动两轮车行业具有规模效应,销量下滑导致规模效应受到影响,因此公司利润在2022年由正转负,2022年亏损0.49亿元,2023年公司欧洲代理商资金短缺导致运营停滞,公司净亏损扩大至2.72亿元,2024年随着销量及收入的恢复,利润的亏损幅度收窄至1.93亿元。

图4: 公司营业收入及同比增速

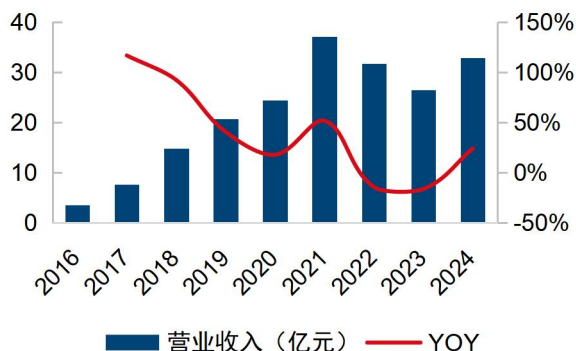
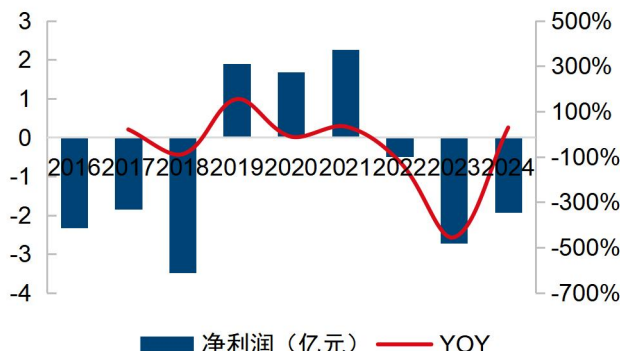


图5: 公司净利润及同比增速



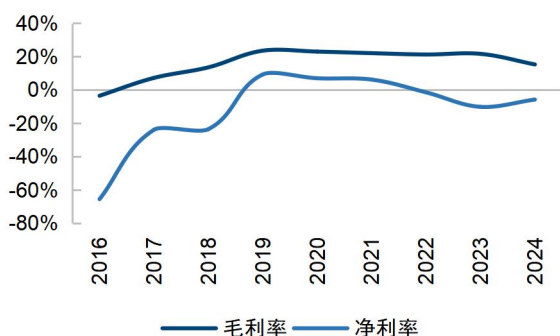
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率相对稳定，净利率下滑较多。公司过往采取高端产品策略，通过涨价等方式传导成本增加，使整体毛利率稳定，2019-2023 年毛利率都保持在 20%以上，2024 年毛利率下滑部分受到滑板车等加征关税影响；净利率方面，收入下滑，公司的费用投入保持相对稳定，费用率提升较多，导致净利率下滑，至 2024 年公司净利率为-5.9%。

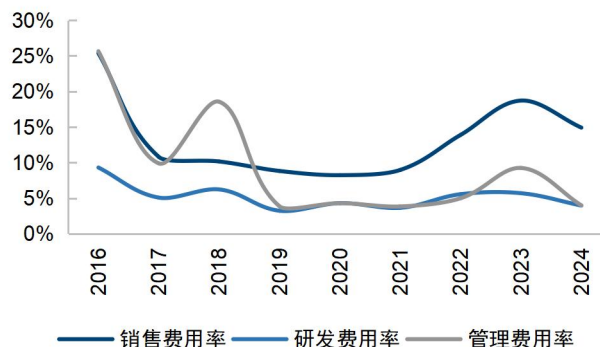
2020 年后销售、管理费用率提升较为明显。公司始终保持一定规模研发、销售及管理费用投入，2021 年至 2023 年，管理费用率从 3.8%提升至 9.2%，销售费用率从 9.0%提升至 18.7%，研发费用率也有小幅增长。

图6：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司各项费用率

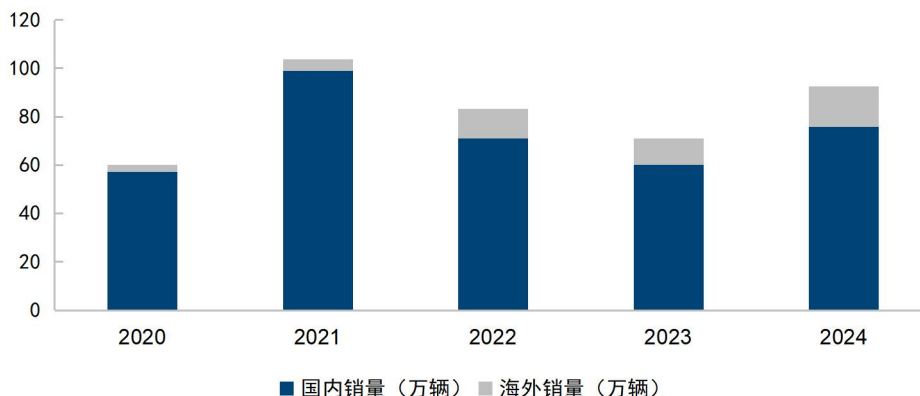


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2021 年后国内销量下滑较多，2024 年有所恢复。锂电车产品涨价直接影响电动两轮车销量，公司在国内的电动两轮车销量从 2021 年最高峰的 98.8 万辆下滑至 2023 年的 60.1 万辆，2024 年公司通过调整产品策略、拓展渠道等多种方式，促进销量恢复，2024 年国内销售 75.9 万辆，同比增长 26.3%。

海外市场销售受关税影响，公司有望通过产能转移等方式实现部分规避。2024 年公司电动两轮车出口销售 16.5 万辆，主要市场包括美国、欧洲等，公司及时把握当地政策动向，调整市场策略，海外关税政策频繁变化，公司将及时跟进动向，考虑通过迁移生产基地等方式减少关税影响。

图8：小牛电动国内及海外电动两轮车销量

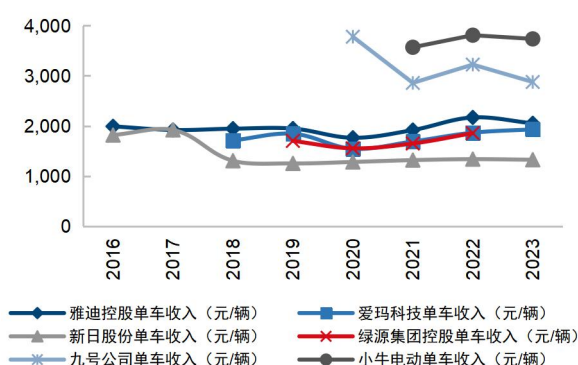


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

小牛电动以高端市场为主，公司产品均价高于主流电动两轮车产品。2021 年中国电动两轮车行业竞争格局中，头部企业以雅迪、爱玛、台铃为主，小牛、九号的份额相对较低，2022 年 7000 元以上的高端市场中，九号、小牛则占据了绝大部分的市场份额。2023 年小牛的产品均价超过 3700 元，在中国电动两轮车行业中占据均价第一位。

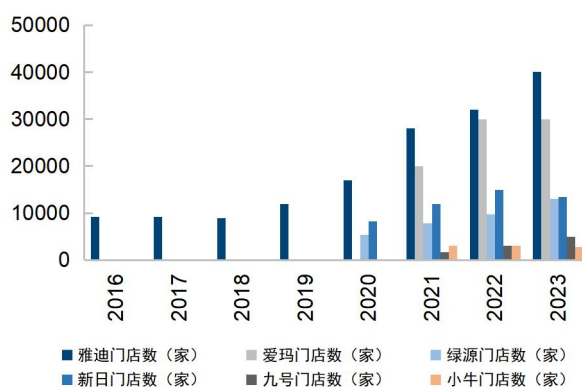
从终端渠道数量看，2023 年雅迪终端门店数量 4 万家，爱玛终端门店数量 3 万家，小牛终端门店数量为 2856 家，由于公司产品定价较高，终端门店数量相较于主流的电动两轮车品牌也更少。

图9：小牛电动和其他电动两轮车企业均价对比



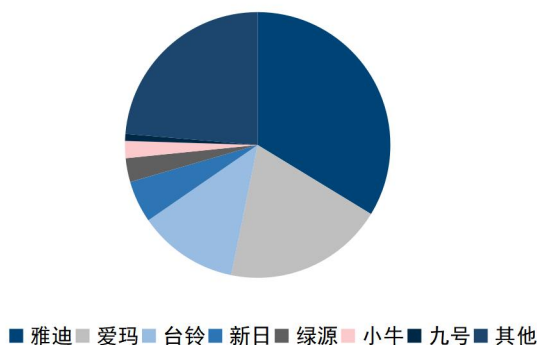
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：小牛电动和其他电动两轮车企业渠道数量对比



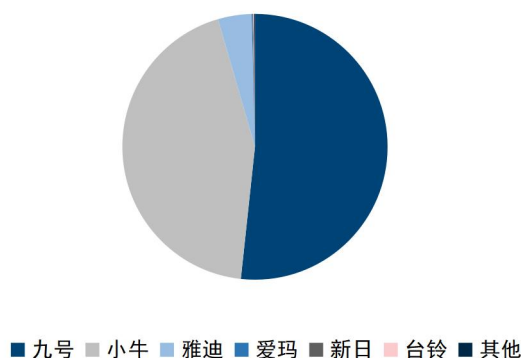
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：2021 年电动两轮车行业竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，营商电动车，国信证券经济研究所整理

图12：2022 年电动两轮车行业 7000 元以上价格带竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，营商电动车，国信证券经济研究所整理

公司在品牌及智能化方面的优势形成了强竞争壁垒，2024 年以来公司积极调整产品、渠道策略，持续推进产品及渠道变革，2024 年变革成效逐步显现，我们认为，随着 2025 年公司进一步加强产品及渠道布局，有望迎来销量及业绩的向上拐点。公司品牌影响力、智能化特点深入人心。公司在消费者心中成功树立了高端电动两轮车的标签，品牌及智能化成为公司的重要竞争壁垒，公司曾经获得全国高端

智能电动车领导品牌，在艾瑞咨询发布的智能电动车排行榜中，公司居于行业第二位，消费者对小牛的高端品牌有较强认知度。

图13: 公司获全球高端智能电动车领导品牌



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14: 2024 年发布的智能电动车品牌排行



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

公司过往布局锂电两轮车市场，锂电两轮车在电动两轮车行业的销量占比持续下降，2024 年公司积极调整产品策略，推出高端铅酸类电动两轮车，获得消费者认可，带动 2024 年国内销量恢复，2025 年公司将继续补齐铅酸类电动两轮车领域的短板，有望进一步促进销量改善。

公司在 2024 年 8 月推出 NT/MT Play 两款铅酸电池的电动自行车。NT Play 采用摩托车级别的双臂围栏车架设计，保证车身强度、抗扭刚性，带来摩托车级别的驾驶体验；在智能化功能方面，新品拥有无感解锁、全场景骑行辅助（包含定速巡航、倒车辅助、推行辅助、修复模式），还能够随时定位监测、支持远程 OTA 升级，NT Play 售价为 4799 元，相较于公司过往的锂电产品定价有一定下降，通过将智能化功能下放到铅酸类产品上，使 NT Play 更具性价比，具备较强的竞争力。MT Play 相较于 NT Play 在外形上有一定差异，配置电池容量更低，适合短途通勤需求，同样具备智能化功能，MT Play 售价为 4199 元。NT/MT Play 发布后仅 4 小时销量破 5900 台，带动公司 2024 年取得较好的销量表现，也是公司在高端铅酸电动两轮车领域布局产品的重要转变。

图15: 小牛电动推出的 NT Play 产品



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

图16: 小牛电动推出的 MT Play 产品



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

借助新品实现渠道下沉，终端门店数量有望回升。2021年后由于产品提价、销量下降等，导致公司的终端门店盈利性下降，终端门店数量也相应减少，2023年公司终端门店数量为2856家，2024年公司凭借其推出的铅酸类电动两轮车产品，实现销量回升，支撑渠道端持续拓展，2024年公司的终端门店数量达3735家，净增加879家。

公司过往渠道布局集中于一线城市，未来将加强北上广深等一线及准一线城市的渠道密度，此外二线及三线城市中公司渠道布局少，凭借其推出的铅酸类产品，未来也将在广东、江苏、福建、山东、湖南、湖北等较大的省份布局下沉市场，公司的渠道覆盖度有望进一步增长。

图17：小牛电动两轮车终端门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值和投资建议：

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设：

两轮车业务：公司业务为电动两轮车销售，考虑到公司推出铅酸类高端新品，补足过往电动两轮车领域产品短板，持续拓展终端渠道，下沉至更多三四线城市，销量有望持续提升；产品单价方面，公司在国内主要以电动自行车及电动摩托车为主，海外电动两轮车销售以电动滑板车等为主，2024年国内电动两轮车销量有望保持较快提升，整体产品结构来看，国内电动两轮车销量占比提升，国内产品均价较高，有望促进整体单价小幅提升；销量提升产生规模效应，预计产品的利润率将有进一步改善，假设2025/2026/2027年两轮车业务毛利率分别为16.5%/17.5%/17.5%，预测公司电动两轮车业务2025/2026/2027年收入分别为49/62/77亿元，同比分别为+50%/+25%/+25%。

整体来看，公司2025/2026/2027年整体收入有望达49/62/77亿元，同比分别增长50%/25%/25%。

费率方面：电动两轮车行业的规模效应较为明显，2025年公司销量有望提升较多，管理费用率将持续下降，假设2025/2026/2027年公司管理费用率分别为7.5%/7.0%/6.0%；销售费用率层面，预计销量提升产生规模效应，销售费用率也有望下降，假设2025/2026/2027年销售费用率分别为12.0%/10.5%/9.5%。

表1: 小牛电动业务拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电动两轮车					
收入（亿元）	26.5	32.9	49.3	61.7	77.1
YOY		24.0%	50.0%	25.0%	25.0%
销量（万辆）	71.0	92.4	134.0	160.8	192.9
YOY		30.1%	45.0%	20.0%	20.0%
均价（元/辆）	3735	3559	3681	3835	3995
YOY		-4.7%	3.4%	4.2%	4.2%
合计					
收入（亿元）	26.5	32.9	49.3	61.7	77.1
yoy		24.0%	50.0%	25.0%	25.0%
成本（亿元）	20.8	27.9	41.2	50.9	63.6
毛利（亿元）	5.7	5.0	8.1	10.8	13.5
毛利率(%)	21.5%	15.2%	16.5%	17.5%	17.5%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设，公司 2025/2026/2027 年整体收入有望达 49/62/77 亿元，同比分别增长 50%/25%/25%，毛利率分别为 16.5%/17.5%/17.5%，2019-2023 年公司毛利率均保持在 20%以上，2024 年公司整体毛利率下降受美国对电动滑板车等加征关税的影响，2025 年公司有望通过产品提价等方式进行部分转嫁，国内销量提升后有望产生规模效应，促进成本下降，2025 年毛利率有望恢复。

公司 2024 年开始补充高端铅酸电动两轮车产品，推动渠道下沉及开拓，2024 年在销量及收入端已经有一定体现，2024Q4 公司国内销售电动两轮车 18.2 万辆，同比增长 65%，海外销售电动两轮车 4.4 万辆，同比增长 64%，2024Q4 公司实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 71%，净利率方面，2024Q4 净利率为-8.9%，2023Q4 为-27.2%。2025 年随着公司加强高端铅酸产品布局、实现渠道拓展，有望促进电动两轮车销量进一步提升，电动两轮车行业规模效应显著，公司整体费用率有望实现较为明显的下降，毛利率及净利率提升，有望实现扭亏为盈，对应 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 1.4/2.7/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.8/3.5/5.3 元。

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	32.9	49.3	61.7	77.1
毛利率	15.2%	16.5%	17.5%	17.5%
销售费用率	14.9%	12.0%	10.5%	9.5%
管理费用率	7.9%	7.5%	7.0%	6.0%
归母净利润（亿元）	-1.9	1.4	2.7	4.1
净利率	-5.9%	2.8%	4.4%	5.3%
EPS	-1.2	1.8	3.5	5.3
ROE	-20.7%	13.1%	20.8%	24.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,652	3,288	4,937	6,175	7,724
(+/-%)	-16.3%	24.0%	50.2%	25.1%	25.1%

净利润(百万元)	-272	-193	151	285	428
(+/-%)	--	--	-178.1%	89.1%	49.9%
摊薄 EPS	-1.75	-1.24	1.94	3.68	5.51
中性预测					
营业收入(百万元)	2,652	3,288	4,932	6,166	7,707
(+/-%)	-16.3%	24.0%	50.0%	25.0%	25.0%
净利润(百万元)	-272	-193	138	270	408
(+/-%)	--	--	-171.4%	95.3%	51.4%
摊薄 EPS(元)	-1.75	-1.24	1.78	3.47	5.26
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,652	3,288	4,928	6,156	7,690
(+/-%)	-16.3%	24.0%	49.9%	24.9%	24.9%
净利润(百万元)	-272	-193	125	254	388
(+/-%)	--	--	-164.7%	102.8%	53.0%
摊薄 EPS	-1.75	-1.24	1.61	3.27	5.00
总股本(百万股)	78	78	78	78	78

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测 注：每股对应 0.5 份 ADR，总股本按照 ADR 数量计算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值：42.7-43.7 元

未来估值假设条件见下表：

表4：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	-16.3%	24.0%	50.0%	25.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本/营业收入	78.5%	84.8%	83.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%
管理费用/营业收入	5.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
销售费用/销售收入	6.9%	14.9%	12.0%	10.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
股利分配比率	-413.6%	-694.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	3.00%	Ka	10.15%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.60
公司股价（元）	4.08	Ke	13.40%
发行在外股数（百万）	78	E/(D+E)	61.29%
股票市值(E, 百万元)	317	D/(D+E)	38.71%
债务总额(D, 百万元)	200	WACC	9.20%
Kd	3.00%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 42.7-43.7 元，估值中枢为 43.2 元。

表6：小牛电动 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	(166.0)	(18.1)	136.1	166.9	203.9	248.3	288.2	334.2	369.4	408.2

EBIT*(1-所得税税率)	(141.1)	(15.4)	115.7	141.9	173.3	211.0	245.0	284.1	314.0	346.9
折旧与摊销	56.0	62.0	70.4	80.3	91.4	103.4	116.0	128.9	142.2	155.6
营运资金的净变动	347.0	40.7	(102.1)	96.6	115.1	137.5	123.8	141.9	109.2	119.9
FCFF	61.9	(112.6)	(116.1)	118.8	179.9	251.9	284.8	354.9	365.4	422.4
PV(FCFF)	56.7	(94.4)	(89.1)	83.5	115.8	148.6	153.8	175.5	165.5	175.2
核心企业价值	3,200.9									
减：净债务	(151.6)									
股票价值	3,352.4									
每股价值	43.20									

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.16%	9.18%	9.20%	9.22%	9.24%
永续 增长 率变 化	1.54%	43.67	43.52	43.37	43.22	43.07
	1.52%	43.59	43.44	43.29	43.14	42.99
	1.50%	43.50	43.35	43.20	43.05	42.91
	1.48%	43.42	43.27	43.12	42.97	42.82
	1.46%	43.33	43.18	43.04	42.89	42.74

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：40.9-42.7 元

我们选取同样有电动两轮车业务的爱玛科技、九号公司-WD 以及春风动力作为可比公司。

爱玛科技在国内电动两轮车领域市占率领先，终端门店数量超过 3 万家，针对女性用户打造出优质产品，外观设计能力强；九号公司在国内高端电动两轮车市场上具备竞争力，核心产品覆盖 3000 元以上价格带，在高端领域获得消费者认可，九号电动两轮车收入占比超过 40%，是公司的核心业务；春风动力旗下极核业务从电动摩托车逐步下沉到电动轻便摩托车及电动自行车领域，产品定价在 3000 元以上，电动两轮车业务具备高成长性，上述公司均具备电动两轮车业务，有一定可比性。

盈利预测与估值：参考可比公司估值，考虑到小牛电动主要针对高端电动两轮车市场，在产品智能化、品牌影响力方面竞争壁垒强，随着高端铅酸电动两轮车逐步推出，叠加公司的渠道扩展，公司销量及利润均有望持续提升，利润层面也有望逐步实现扭亏为盈，给予 25 年 23-24x PE，对应目标价 40.9-42.7 元，相较当下具 38%-44%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表8：可比公司估值表（20250331）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	优于大市	44.4	382.4	2.25	2.82	3.35	20	16	13
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	65.2	467.7	15.16	22.00	29.40	43	30	22
603129.SH	春风动力	优于大市	187.1	285.5	9.06	11.22	13.88	21	17	13
	平均				8.82	12.01	15.54	28	21	16
NIU.O	小牛电动	优于大市	29.6	23.0	-1.24	1.78	3.47	-24	17	9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：已按照 1 美元=7.2545 人民币换算

风险提示：

估值的风险

绝对估值的风险：我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，融入了个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2) 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大变化，公司持续成长性有所影响，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：预计 2025/2026/2027 年公司净利润为 1.4/2.7/4.1 亿元，EPS 为 1.8/3.5/5.3 元，给予 25 年 23-24x PE，对应目标价 40.9-42.7 元，相较于当下具 38%-44%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级，可能存在相对估值过于乐观的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们假设公司 2025-2027 年收入增速为 50%/25%/25%，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 16.5%/17.5%/17.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

新品放量节奏不及预期的风险：如果重要的电动两轮车新车型上市节奏放缓，或者销量不及预期，可能导致公司销量、收入及利润受影响。

渠道拓展进度不及预期的风险：公司需要开拓下沉市场，如果下沉市场的渠道开拓进展不及预期，可能影响公司业绩。

高端电动两轮车市场消费能力减弱风险：公司的核心市场是高端的电动两轮车市场，如果高端市场消费能力减弱，可能导致公司出货量受损。

库存水平过高的风险：库存水平过高会影响公司的产品生产、销售节奏，影响终端经销商销售节奏，导致收入及利润受影响。

关税政策变动产生的风险：公司业务中部分产品销往海外市场，如果海外关税政策变化较大，可能对公司销量及利润产生一定不利影响。

财务的风险

2022-2024 年公司净利润分别为-0.49/-2.72/-1.93 亿元，经营活动现金流净额分

别为-2.69/-1.57/-2.06 亿元，流动比率分别为 1.69/1.64/1.31，公司过往销量下滑，持续进行相关销售、研发投入等导致亏损，如果公司持续亏损，经营活动现金流净额为负，可能导致流动比率受到影响，也可能影响公司长期的稳定发展，产生一定财务风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	873	630	952	1108	1254	营业收入	2652	3288	4932	6166	7707
应收款项	95	132	189	236	296	营业成本	2081	2790	4119	5087	6358
存货净额	393	649	771	953	1191	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	303	484	592	740	925	销售费用	183	490	592	647	732
流动资产合计	1761	2170	2804	3346	3984	管理费用	147	261	388	450	480
固定资产	323	320	462	598	726	财务费用	5	31	8	7	6
无形资产及其他	78	72	54	36	18	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	27	51	51	51	51	资产减值及公允价值变动	(5)	0	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(516)	65	56	62	70
资产总计	2189	2613	3371	4031	4779	营业利润	(285)	(218)	(138)	17	180
短期借款及交易性金融负债	100	200	200	200	200	营业外净收支	3	1	300	300	300
应付款项	744	1164	1677	2003	2246	利润总额	(282)	(217)	162	317	480
其他流动负债	227	287	403	490	623	所得税费用	(10)	(24)	24	48	72
流动负债合计	1071	1652	2280	2693	3068	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(272)	(193)	138	270	408
其他长期负债	25	30	35	40	45						
长期负债合计	25	30	35	40	45	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1096	1682	2315	2733	3114	净利润	(272)	(193)	138	270	408
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1094	931	1055	1298	1665	折旧摊销	(148)	0	56	62	70
负债和股东权益总计	2189	2613	3371	4031	4779	公允价值变动损失	5	0	20	20	20
						财务费用	5	31	8	7	6
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	259	(12)	347	41	(102)
每股收益	(1.75)	(1.24)	1.78	3.47	5.26	其它	0	0	0	0	0
每股红利	7.25	8.65	0.18	0.35	0.53	经营活动现金流	(157)	(206)	561	392	396
每股净资产	7.05	6.00	13.60	16.73	21.46	资本开支	227	3	(200)	(200)	(200)
ROIC	17%	-19%	-13%	-0%	12%	其它投资现金流	271	(177)	(26)	(9)	(9)
ROE	-25%	-21%	13%	21%	24%	投资活动现金流	498	(174)	(226)	(209)	(209)
毛利率	22%	15%	16%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	-8%	-3%	-0%	2%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	-8%	-2%	1%	3%	支付股利、利息	(1124)	(1342)	(14)	(27)	(41)
收入增长	-16%	24%	50%	25%	25%	其它融资现金流	2245	2820	0	0	0
净利润增长率	--	--	-171%	95%	51%	融资活动现金流	(3)	137	(14)	(27)	(41)
资产负债率	50%	64%	69%	68%	65%	现金净变动	338	(243)	322	156	146
息率	177.6%	211.9%	2.2%	4.3%	6.4%	货币资金的期初余额	534	873	630	952	1108
P/E	(16.9)	(23.8)	16.7	8.5	5.6	货币资金的期末余额	873	630	952	1108	1254
P/B	4.2	4.9	2.2	1.8	1.4	企业自由现金流	570	(233)	62	(113)	(116)
EV/EBITDA	19	(9)	(24)	69	17	权益自由现金流	2815	2559	55	(118)	(122)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032