

小牛电动 (NIU.0)

一季度亏损幅度收窄，产品及渠道变革有望促进底部反转

优于大市

核心观点

一季度收入较快增长，利润亏损幅度收窄。2016-2021年公司收入复合增速59.8%，2021年后碳酸锂涨价，公司主打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%，2025年一季度收入6.8亿元，同比增长35.1%，收入持续恢复。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，随着销量及收入恢复，2025年一季度净亏损0.39亿元，亏损幅度持续收窄。

一季度净利率恢复，费用率下降。公司过往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，2025年一季度毛利率17.3%，同比下降1.6pct，同样受加征关税影响；净利率方面，2025年一季度净利率-5.7%，同比增长5.2pct，主要是销售规模提升，费用率下降促进净利率恢复。2024年公司重新进行产品及渠道调整，销量及收入恢复增长，规模效应释放，2025年一季度销售费用率16.8%，同比下降4.1pct，研发费用率4.4%，同比下降1.4pct，管理费用率3.0%，同比下降3.0pct，各项费用率均有所下降。

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；2025年5月公司发布FX、NLX、NL电摩系列产品及NLT电自产品，首发价格范围4799-9999元，FX、NL、NLT系列等均包含锂电及铅酸版本，新车放量有望促进销量提升，改善产品结构。公司在渠道方面也积极变革，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，2025年一季度终端门店数量4119家，较2024年净增加384家，公司将继续补齐铅酸类产品短板，加强渠道下沉，产品及渠道端发生积极变化，有望迎来销量及业绩向上拐点。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。高端铅酸电动两轮车产品补齐，叠加渠道扩展，公司销量及利润有望持续改善，有望实现扭亏为盈，预期25/26/27年归母净利润1.38/2.70/4.08亿元，每股收益分别为1.77/3.46/5.24元，对应PE分别为15/8/5倍，维持“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。

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%	95.4%	51.4%
每股收益(元)	-1.74	-1.24	1.77	3.46	5.24
EBIT Margin	9.1%	-7.6%	-3.4%	-0.3%	1.8%
净资产收益率(ROE)	-24.9%	-20.7%	12.9%	20.1%	23.4%
市盈率(PE)	-15.0	-21.1	14.8	7.6	5.0
EV/EBITDA	17.8	-8.9	-23.6	68.5	16.4
市净率(PB)	3.73	4.38	1.91	1.52	1.17

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

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

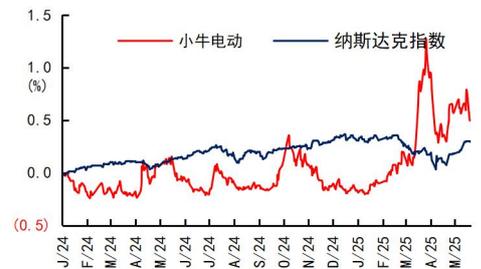
tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.61美元
总市值/流通市值	281/251百万美元
52周最高价/最低价	4.90/1.66美元
近3个月日均成交额	5.23百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

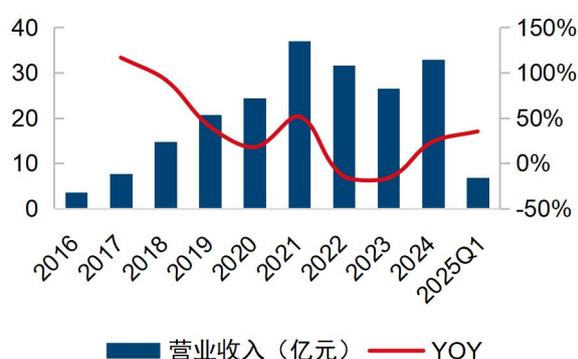
相关研究报告

《小牛电动(NIU.0)-积极推进产品及渠道变革，有望迎来底部反转》——2025-04-03

一季度收入同比较快增长。2021 年之前收入保持快速增长，2016-2021 年收入复合增速达 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%，2025 年一季度收入 6.8 亿元，同比增长 35.1%，收入持续恢复。

一季度亏损幅度收窄。过往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 年随着销量及收入恢复，亏损幅度收窄至 1.93 亿元，2025 年一季度收入规模提升，净亏损 0.39 亿元，亏损幅度持续收窄。

图1：公司营业收入及同比增速



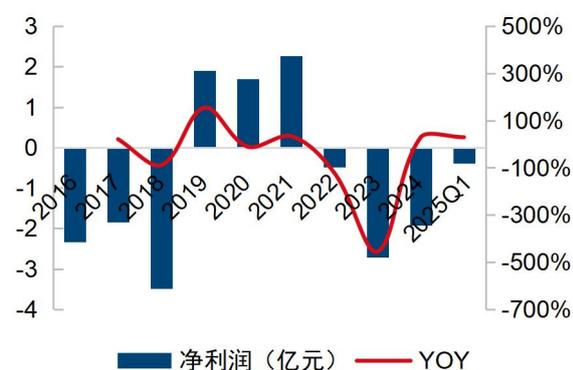
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速



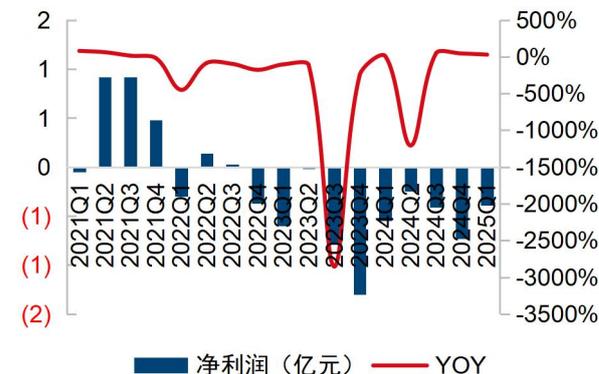
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：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

图4：公司单季度净利润及同比增速

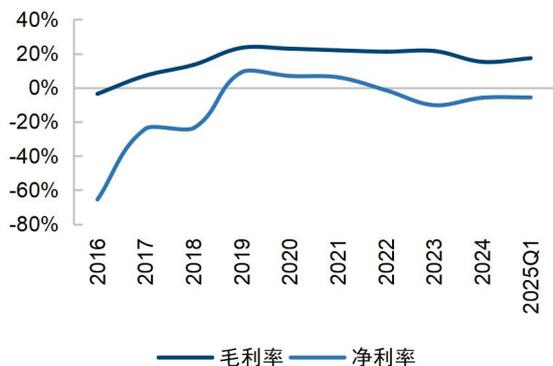


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一季度毛利率同比小幅下滑，净利率恢复。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，2025 年一季度毛利率

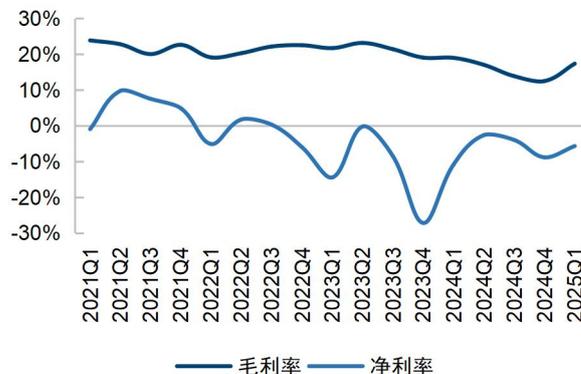
17.3%，同比下降 1.6pct，受加征关税等影响；净利率方面，2025 年一季度净利率-5.7%，同比增长 5.2pct，主要由于销售规模提升，费用率下降，净利率持续恢复。

图5: 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

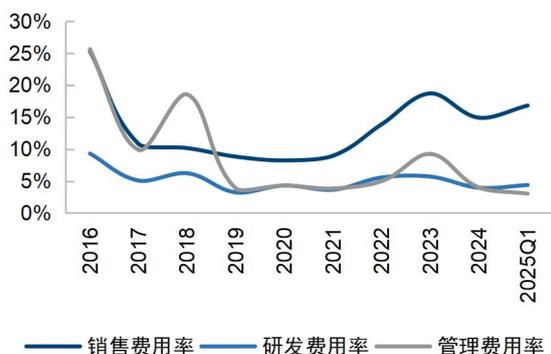
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

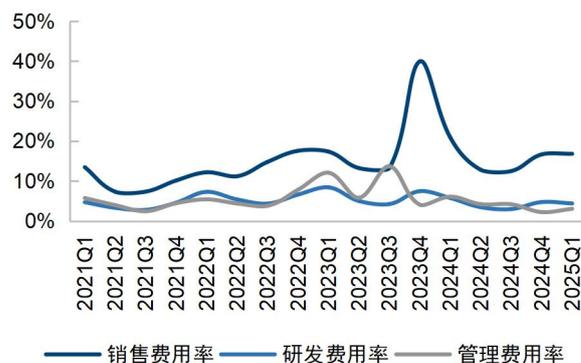
规模效应促进一季度费用率下降。公司始终保持一定规模研发、销售及管理费用投入，由于 2021 年后收入及销量下滑，规模效应下降，2021 年至 2023 年，管理费用率从 3.8%提升至 9.2%，销售费用率从 9.0%提升至 18.7%，研发费用率也有小幅增长。2024 年公司重新进行产品及渠道调整，销量及收入恢复增长，规模效应释放，2025 年一季度销售费用率 16.8%，同比下降 4.1pct，研发费用率 4.4%，同比下降 1.4pct，管理费用率 3.0%，同比下降 3.0pct，各项费用率均下降。

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

图8: 公司单季度各项费用率



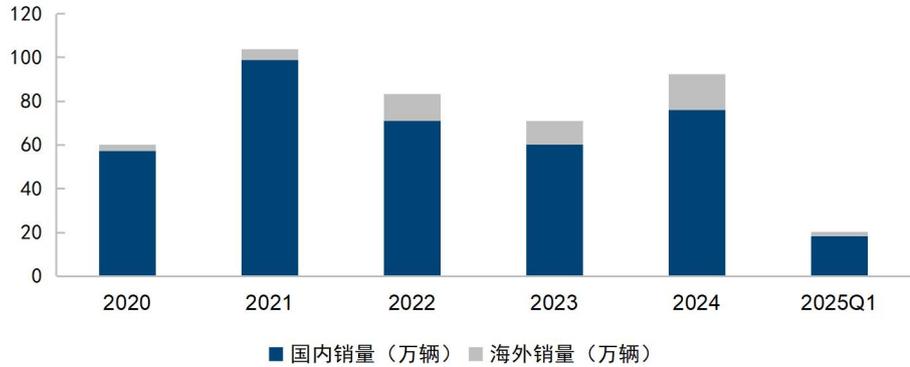
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年一季度销量保持高增长。锂电池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，策略调整效果显著，2025 年一季度国内销量 18.3 万辆，海外销量 2.0 万辆，总销量 20.3 万辆，同比增长 57.4%。

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，通过迁移生产基地等方式减少关税影响。

图9: 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

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10: 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11: 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12: 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13: 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

2025 年 5 月公司发布 FX、NLX、NL 电摩系列产品及 NLT 电自产品，首发价格范围为 4799-9999 元，其中 FX 系列有较为出色的性能表现，配有最高 4320w 功率电机，最高续航 90km，标配前后碟刹、全屏导航、TCS 牵引力控制系统等；NLX 定位 6000-7000 元市场，极速达 65km/h，并标配 5 英寸 TFT 彩屏仪表、AI 全屏导航等功能，进一步提升性价比。FX、NL、NLT 系列等均包含锂电及铅酸版本。新品首发 5 小时全渠道销售额破 1 亿元，全网销量破 10323 台，新品放量有望促进销量提升，并改善产品结构。

图14: 2025 年小牛电动推出的新款电摩产品

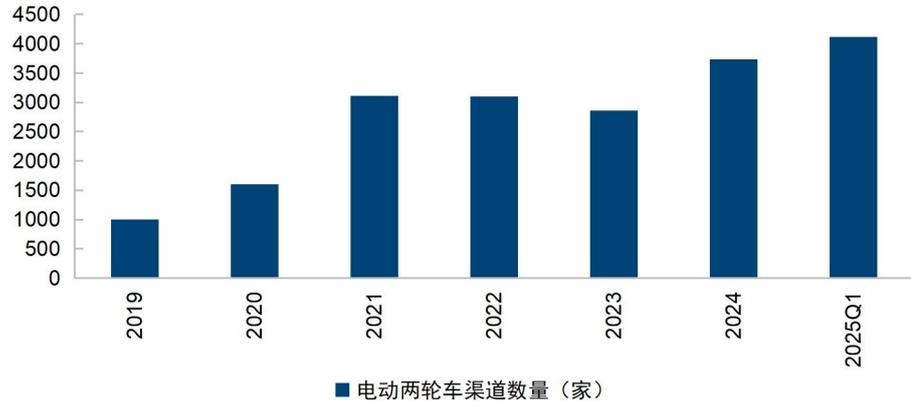


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

借助新品实现渠道下沉，终端门店数量持续拓展。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 年公司终端门店数量达 3735 家，净增加 879 家。2025 年一季度终端门店数量 4119 家，较 2024 年净增加 384 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、湖北等较大省份布局下沉市场，渠道覆盖度有望进一步增长。

图15: 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

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

参考可比公司估值，考虑到公司主要针对高端电动两轮车市场，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推出，叠加渠道扩展，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，维持盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 1.38/2.70/4.08 亿元，每股收益分别为 1.77/3.46/5.24 元，对应 PE 分别为 15/8/5 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表 (20250522)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	优于大市	39.8	343.0	2.31	3.04	3.64	17	13	11
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	67.9	486.7	1.53	2.30	3.00	44	30	23
603129.SH	春风动力	优于大市	179.9	274.4	9.72	11.24	14.80	19	16	12
	平均				4.52	5.53	7.15	27	20	15
NIU.O	小牛电动	优于大市	26.2	21.1	-1.24	1.77	3.46	-21	15	8

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：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。

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	965	1149	1336	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	2817	3387	4066	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	3385	4072	4861	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	1069	1339	1747	折旧摊销	(148)	0	56	62	70
负债和股东权益总计	2189	2613	3385	4072	4861	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	(1.74)	(1.24)	1.77	3.46	5.24	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(157)	(206)	561	392	396
每股净资产	7.02	5.98	13.72	17.18	22.42	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%	20%	23%	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	0	0	0	0	0
收入增长	-16%	24%	50%	25%	25%	其它融资现金流	(3)	137	0	0	0
净利润增长率	--	--	-171%	95%	51%	融资活动现金流	(3)	137	0	0	0
资产负债率	50%	64%	68%	67%	64%	现金净变动	338	(243)	335	183	187
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	534	873	630	965	1149
P/E	(15.0)	(21.1)	14.8	7.6	5.0	货币资金的期末余额	873	630	965	1149	1336
P/B	3.7	4.4	1.9	1.5	1.2	企业自由现金流	570	(233)	62	(113)	(116)
EV/EBITDA	18	(9)	(24)	69	16	权益自由现金流	566	(125)	55	(118)	(121)

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提及的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