

小牛电动：两轮电动车里的一枝独秀

小牛电动自 2018 年 10 月登陆美股以来，累积总回报高达 227.7%。尤其是今年年初至今的总回报高达 275.42%。公司在 2019 年销售了 42.1 万辆两轮电动车，获得营收 20.76 亿元，同比增长 41%；调整后净利润 1.9 亿元，首次实现扭亏为盈。2020 年因受疫情影响，上半年收入 8.7 亿元，不过在 Q3 旺季，公司共销售 25 万辆，有望弥补此前的缺口。

投资要点

- 小牛电动成立初期就瞄准的是中高端市场，其品牌定位改变了中国此前两轮电动车被普遍认为是低端车型的状况。公司产品也有分层，其中 N 系列平均售价相对最高，M 系列其次，而 U 系列大多为精简版，而今年推出的 G 系列通过极高的性价比迅速获得大量销售。
- 两轮电动车厂商的核心部件电机一般是外包的，另一核心部件电池，则在近几年中出现变化。目前占据主流的是成本优势的铅酸电池，但随着新国标的施行，锂电池在未来电动车中的覆盖率将不断地上升。而小牛电动的车型符合新国标，具有先发优势。
- 两轮电动车行业在国内已经较为成熟，市场竞争也较为激烈，行业也有明显的占据主导的不同梯队的企业。近两年整体的销售量有所下滑，但是小牛电动依然保持逆势增长。一方面是其锂电池的定位有前瞻性，另一方面是其出色的外观设计吸引了众多年轻用户的喜爱。
- 海外双轮电动车市场的增量空间较大，小牛较早就开始开拓在欧洲的高端市场，2019 年海外收入占 12.9%。2020 年受疫情影响下滑明显，但是在后疫情时代，海外市场需求释放，将看到更大的增长空间。
- 小牛电动在双轮电动车之外，在服务端和其他业务上的投入也较多。其大数据平台 Niu Inspire 可以更好地提供安全服务、为广告市场投放提供参考意见；保险平台 Niu Care

个股研报 NIU

FY2020Q2 财务数据

最新收盘价	29.49 (美元)
总市值	22.04 亿美元
净利润	5752 (万元)
市盈率 TTM	99
净资产收益率	22.5
毛利率	22.9%
股息率	-
52 周最高	29.78
52 周最低	6.08

价格走势



与主要保险公司都有合作，增加用户的保障；其电商平台售卖配件、周边产品，一定程度上增加了品牌价值和用户体验。同时，小牛电动也在试水摩托车以及高端自行车。

- 由于目前锂电池车辆的市场渗透率还并不是很高，我们预计小牛电动有望在 2022 年之后的新国标缓冲期过后将有更大的市场份额。

估值

传统的汽车或者新能源消费企业一般使用 PE 或者 DCF 估值法，而海外市场的新能源公司还未到达盈利期，公司处于高速增长阶段，估值较高。

国内双轮电动车行业的上市公司有，港股上市的行业龙头雅迪科技，以及 A 股上市的新日股份。但因为运营模式、市场份额以及所处的二级市场并不同，并不能完全作为参考。

小牛电动目前处于业绩快速增长期，按照目前的增速，2020 年和 2021 年的企业价值倍数有望达到 6.81 倍和 6.10 倍。与双轮电动车同业公司对比，其估值明显偏高，但是与新能源汽车公司对比，小牛电动的市值与这些公司平均值还有近 200% 的上升空间。

但因为整个电动车行业超高的估值，更多的是建立在投资者为中长期未来的买单，因此我们很难估计短期的真正估值。

风险提示

- 单车营收和利润下滑
- 竞争激烈，无法保持锂电池车的市场优势
- 海外市场拓展受阻
- 数据安全风险

小牛电动简介

小牛电动是全球领先的智能城市出行解决方案提供商，成立于 2014 年，致力于为全球用户提供更便捷环保的智能城市出行工具。可以说，在小牛之前，中国并不存在智能电动两轮车，两轮车被普遍认为是低端车型。而小牛电动通过他的智能电动滑板车和高端品牌“NIU”改变了这种看法。

公司于 2015 年 6 月发布第一款小牛电动 N1，2016 年发布 M1，2017 年 4 月发布 U1。目前，公司共有 NQi、MQi、UQi 三个系列多款电动车，周边文化产品 NIU POWER 以及专业户外运动自行车 NIU AERO 等。

电池对电动两轮车也是至关重要。小牛电动自主研发的第 4 代 NIU Energy™ AI 动力锂电系统科技，来提高电池的续航、寿命更长。同时，小牛电动自有的 NIU INSPIRE 智能技术和大数据算法，通过遍及车身的传感器，多维度采集和分析用户数据，挖掘用户骑行需求，不断优化产品线的分布，提升产品体验及服务。

表：小牛电动发展大事记

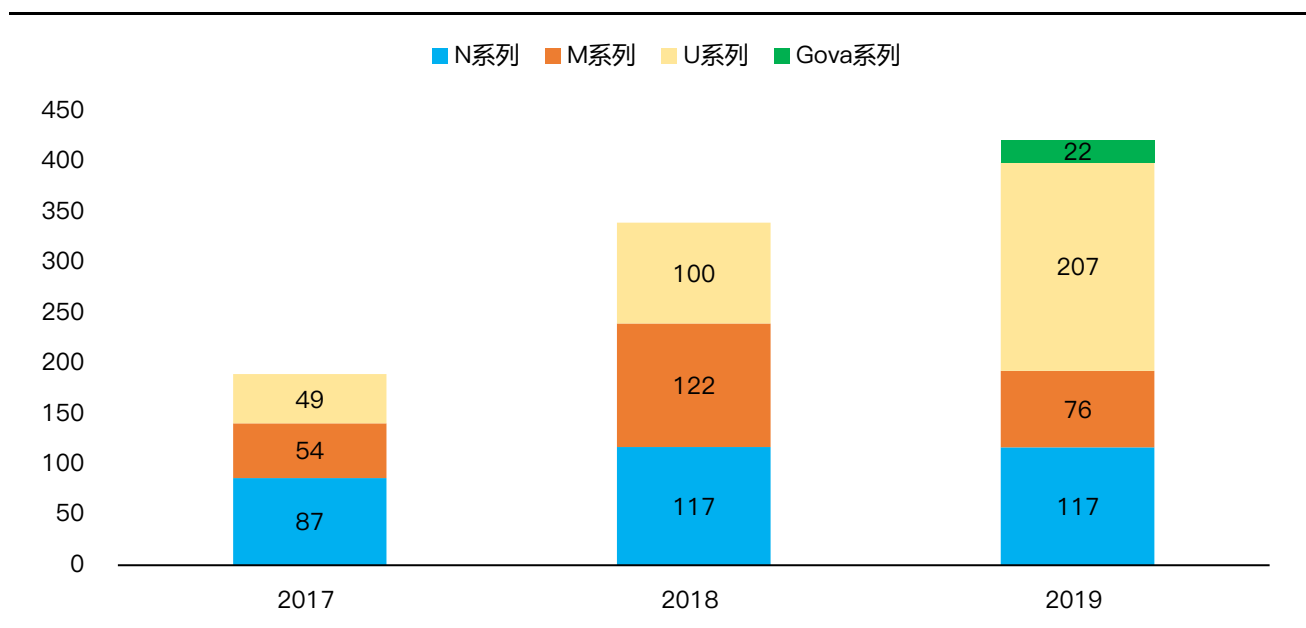
2014.9	公司成立
2015.6	第一款电动车 NQi 发布，京东众筹 7200 万
2015.10	单日销售破亿
2015.11	小牛电动 NQi 在米兰国际两轮车展会 Eicma 亮相，开始电动车保障服务
2016.4	发布小牛电动 MQi
2016.8	进入欧洲市场
2016.10	全球用户累计骑行里程突破一亿公里

2017.4	发布小牛电动 UQi
2017.12	国内共有体验店/专卖店达到 440 家，全球累计销售超过 30 万台
2018.4	全球用户累计骑行里程突破十亿公里
2018.6	共有体验店/专卖店达到 570 家，全球累计销售超 43 万台
2018.8	两轮电动车关怀项目上线，发布小牛电动 UQim
2018.10	在纳斯达克上市
2019.4	推出专业户外运动自行车 NIU AERO
2020.1	参加 2020 年消费电子展，发布首款自动驾驶三轮电动摩托车 TQi 以及首款电动跨骑 RQi。

数据来源：公司网站，老虎正确整理

2018 年全年出售电动双轮车 33.96 万辆，比 2017 年的 18.94 万辆增长 79.2%；2019 年全年总计出售电动双轮车 42.13 万辆，同比增长 24.1%。其中，U 系列是增长最快的车型，销售占比从 2017 年的 25.8% 上升至 2019 年的 49.1%。

图：小牛电动不同系列销量表（千辆）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

公司发布的 2020 年 Q3 季度销量，总计售出 250889 辆，同比增长 67.9%；而 2020 年 Q2

总计售出 160138 辆，同比增长 61.2%。

小牛的这几个系列也有分层，其中 N 系列平均售价相对最高，M 系列其次，而 U 系列大多为精简版，以轻便为特色，更接近贴近电动车市场均价，也因此成为增长最快的系列车型。

2020 年 5 月上市的 G0 的两款车型，定价为 2299 元和 2799 元，更是成为销售爆款，在 2020 年 Q3 实现销售 6.77 万辆。

图：小牛电动主要车型售价

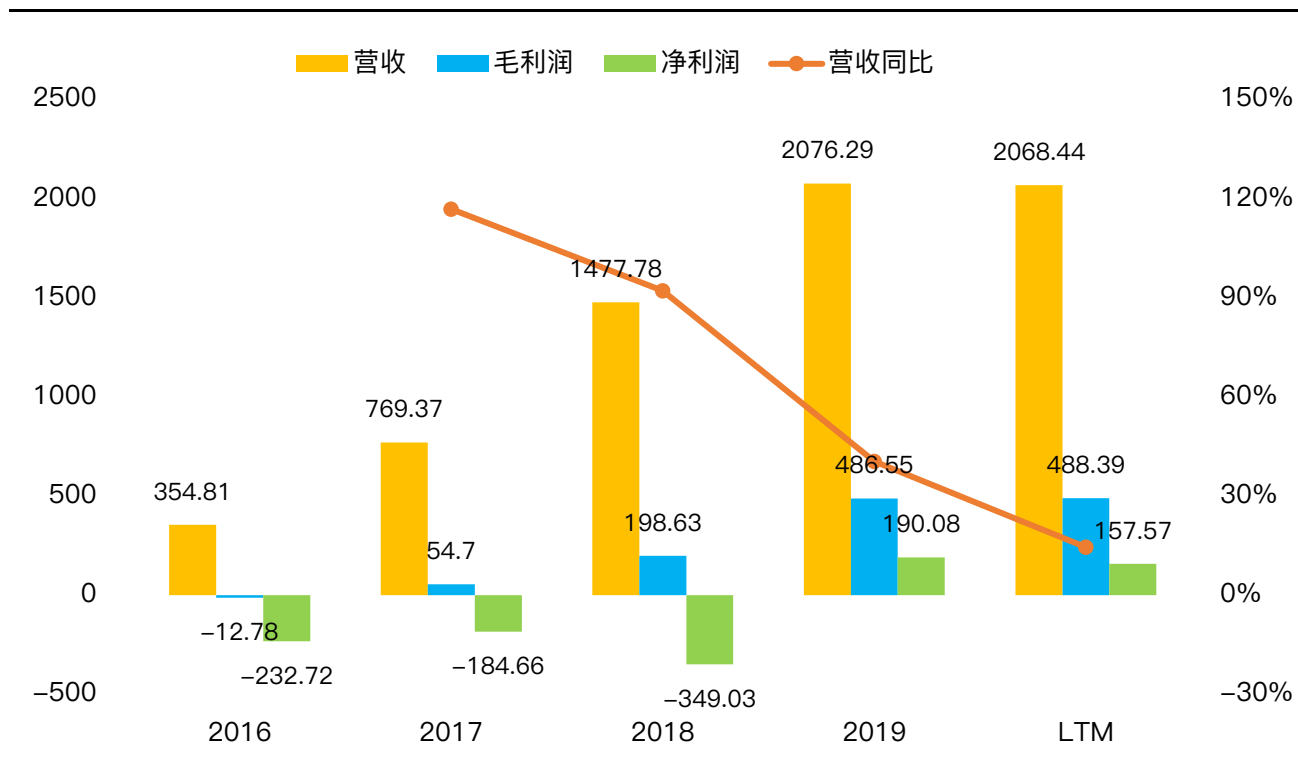
系列	品名	零售价 (元)	发布时间
N 系列	N1	5699-9999	2015 年 6 月
	NGT	19999	2018 年 6 月
M 系列	M1	4199-7299	2016 年 4 月
	M+	4999-8999	2018 年 6 月
U 系列	U1	3599-5599	2017 年 4 月
	UM	2999-6599	2018 年 8 月
	US	3499-4958	2019 年 4 月
	U+	4399	2019 年 4 月
G 系列	G040	2299	2020 年 5 月
	G060	2700	2020 年 5 月

数据来源：公司电商网站，老虎证券整理

从收入上来看，2018 年全年收入 14.78 亿元，相对 2017 年的 7.69 亿元同比增长 90%；2019 年收入为 20.76 亿元，同比增长 40%。

2020 年上半年受疫情影响，收入 8.78 亿元，同比下降仅不到 1%，主要是由于 Q1 的下滑，2020 年 Q2 依然获得 6.44 亿元收入，同比增长 21%。

图：小牛电动营收和利润水平（百万元）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

公司的利润率在这几年中也得到极大的改善，毛利率从 2016 年的 -3.6%，到 2017 年的 7.1%，然后不断上升至 2019 年及目前的 23% 的水平。因为低价系列的销量增长会降低毛利率，但同时被电池等其他原材料的价格下跌所对冲。未来电池价格依然有一定下浮空间，公司毛利润有望继续上升。

而净利润方面，公司也在 2019 年实现扭亏为盈，净利率 9%；2020 年受疫情影响，Q2 净利率为 7%。

电动车的核心部件——电机和电池

电机

电机是电动自行车最核心的部件，所谓电机，就是将电能与机械能互相转换的一种电力元器件。当电能转化为机械能时，电机表现为电动车工作性能；当机械能转化为电能时，电机表现为发电机。比如，大部分电机在刹车制动时，机械能将被转化为电能。

电机影响了包括动力、速度、续航、涉水等性能。不过对大部分的双轮电动车厂商来说，电机一般是外包或者采购，极少数品牌有自建工厂，如博世。一般来说，电机只要质量过关其实不易损坏，而大规模兴建电机工厂，虽有利于自主研发，但固定资产的投入也相当大，对于小牛这样相对轻资产运营的公司并不是最优选择。这点类似于手机行业，即便是大到苹果，实力足够允许，也并没有兴建自己的芯片工厂。国内的电动机厂商大规模集中在江浙一带。对双轮电动车来说，电动车的后轮毂其实就是一个电机，它不像摩托车一样整个驱动系统是独立出来的。轮毂电机最大的优势就是结构简单、造价便宜，通常由金属外壳，转轴，线圈，磁钢几部分组成，生产成本在 150-300 元之间。而独立驱动的中置电机就比较复杂，除了电机本身外，还有离合器、差速器（变速装置）、飞轮、传动链条等结构，成本至少千元。

图：不同类型的电机及其特点

类型	特点	缺点
低速有刷电机	大转矩、无齿轮、热量易散发、价格实惠	启动慢、上坡费力
有齿有刷电机	力大、价格实惠	发热大、寿命短
无刷电机	无电刷、低干扰、噪音低、寿命长	成本高

数据来源：三方来源，老虎证券整理

不同的电机各有优势，从成本端考虑，目前双轮电动车普遍使用的是有刷电机，高端型号可能会采用无刷电机。小牛电动的 N 和 M 系列都使用的是 Bosch 无刷永磁电机。

对电机来说，另一个重要性能是防水性能，若是锈迹斑斑，则电机很有可能出现漏电、停止

运行等问题。

电池

电池也是电动车的决定性的核心部件，不仅是电动车的动力来源，也决定了续航里程。目前双轮电动车的电池分为铅酸电池和锂电池。

表：铅酸电池和锂电池的性能对比

	能量密度 (Wh/g)	使用周期 (次)	价格 (元/Wh)	特点	缺点
铅酸电池	200-260	1000-2000	0.9-0.97	价格便宜、可回收 利用	寿命短、体积 大、质量重
锂电池	50-70	300-350	0.6	体积小、重量轻、 充放电次数多	成本高、续航高

数据来源：中国汽车协会，老虎证券整理

不过，不管铅酸电池还是锂电池，低温下性能都会衰减。

目前，国内基础款的电池规格为 48V12A，新国标车几乎都会往 53KG 这个指标去设计，所以车重比较接近，电池的重量也相差不多。因此，这种规格的电池续航一般在 30-40KM 之间。传统电动车用电池的知名品牌有：天能、超威、星恒、旭派、海宝等，主要的双轮电动车厂家更多使用的是铅酸电池，因为成本低，对消费者来说性价比高；而小牛电动使用的锂电池提供商是松下，与特斯拉相同，电池成本相对较高。

新国标的影响

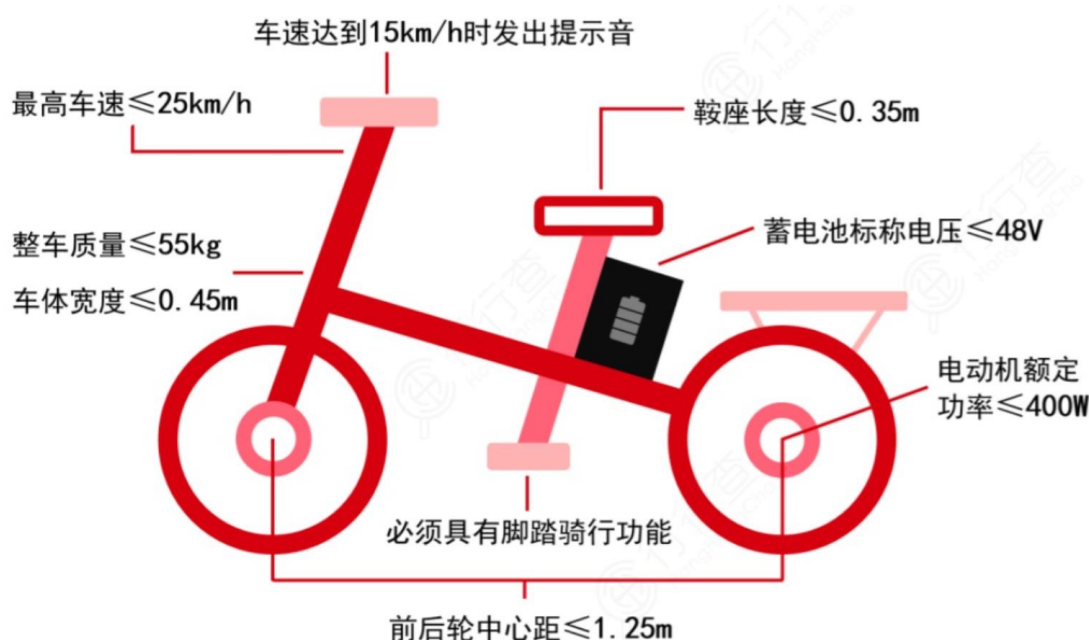
2018 年 5 月 15 日，根据国家标准管理程序，工业和信息化部组织修订《电动自行车安全技

术规范》强制性国家标准（以下简称“新国标”），并于 2019 年 4 月 15 日正式实施。

与此前相比，新国标的重点参数限制是——限重、限速、限电池。

1. 整车车重不超过 55KG；
2. 最高时速不超过 25 公里/小时；
3. 蓄电池最大输出电压应该小于等于 60V

图：双轮电动车（带踏板助力车）新国标主要内容示意图



数据来源：行行查，老虎证券整理

很多人以为新国标比“旧国标”严格了很多，其实不然。新国标已经比“旧国标”放宽了不少，只不过旧国标并没有在实际层面上广泛执行。

表：新国标与旧国标的对比

主要限制项目	旧国标	新国标
限速	≤20km/h	≤25km/h
整车重量	≤40kg	≤55kg

电机功率	≤240W	≤400W
续航	≤25km	无限制

数据来源：工业与信息部，老虎证券整理

新国标的推行，有很积极的意义，我国现有双轮电动车保有量 3 亿多，即便发生事故是小概率，但在总量增大的情况下依然不可小觑。规范电动自行车行业的行业标准，可以排除不正规的生产厂家、排除不良产品；同时推进电池的更新换代，将性能更好、更环保的锂电池应用增大；也可以通过限制产品配置来增加行车安全，减少事故。

目前，对于不符合新国标的非标车，国家在政策上设置了过渡期，查询相关的各地方规定可以明确地找到日期：

表：新国标与旧国标的对比

主要城市	不符合新国标车辆处置方案	过渡截止日期
北京市	申请临时牌照、设置三年过渡期	2021 年 10 月 31 日
上海市	申请临时牌照、设置三年过渡期	2021 年 4 月 15 日
天津市	申请临时牌照、设置三年过渡期	2021 年 5 月 9 日
重庆市	申请临时牌照、设置三年过渡期	2022 年 10 月 14 日
浙江省	申请临时牌照、设置三年过渡期	2021 年 12 月 31 日
安徽省	发放临时通行、设置三年过渡期	2022 年 4 月 15 日
福建省	需注册登记，可上路行驶	不设期限
西安市	申请临时牌照、设置三年过渡期	2022 年 6 月 30 日

数据来源：各级人民政府、市场监督管理局，老虎证券整理

总体来看，2021 年过后，绝大多数地区都将会严格按照新国标来实施。在新国标落地实施之前的这 1-2 年的过渡期，低端不符合新国标的车型将会尽快出清，最重要的一点，锂电池将成为主流。

第一、铅酸电池重量大，难以满足 55kg 的整车配重标准。

第二、双轮电动车的发展很大程度受益于“禁摩”。而现在国家有意将双轮电动车规范化，意味着希望发展其市场。

第三、从清洁能源考虑，双轮电动车会比摩托车以及普通汽车更环保。即便考虑到中国的电能大多来自煤炭，由于双轮车的车重较低，从单位耗能上依然远远优于汽车。

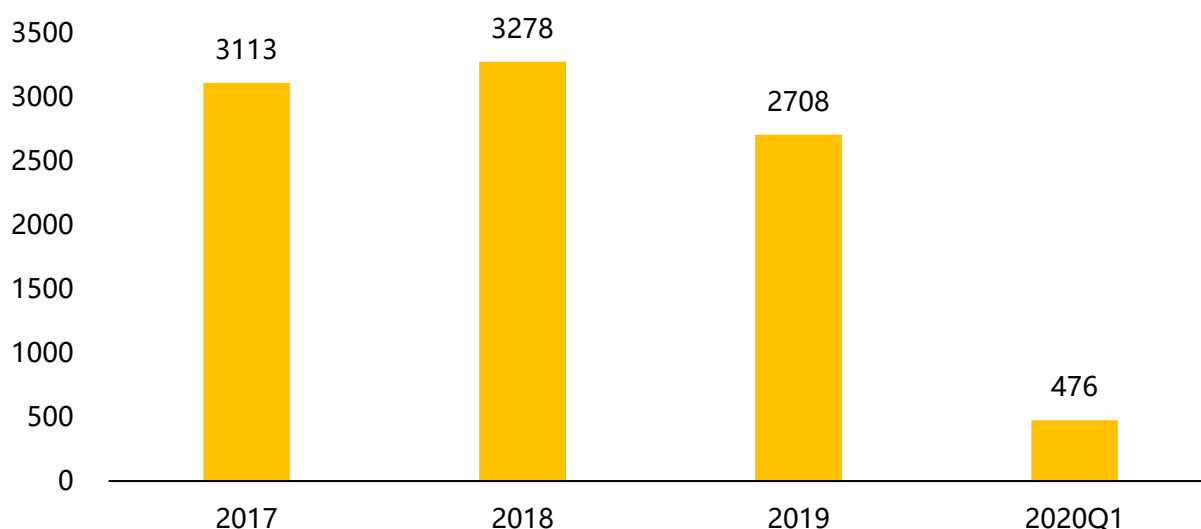
对小牛电动来说，由于创立初期就并不是走的低端路线，其产品虽然整体定价并不低，但完全符合新国标。尤其是电池方面，并不存在行业内其他玩家面临的铅酸电池升级成锂电池的成本上升问题。长期来看，锂电池车辆将全面普及。

两轮电动车的行业竞争

根据麦肯锡的报告，2019 年两轮电动汽车和三轮电动汽车的市场价值约为 970 亿美元，是全球汽车销量的 4%，除中国外的两轮车市场，每年销量增速大于 14%。到 2022 年，全球 E2W 和 E3W 的销售额将达到 1500 亿美元。

中国目前目前占全球小型电动汽车市场的 30% 左右，行业已逐渐进入成熟期。其中两轮车中有 80% 都是电力的。虽然 2019 年的电动车总体产量下降，但是主要头部生产商依旧保持稳定，小牛这样的新势力生产商增长迅速。行业两极分化会渐渐显现。

图：电动车行业产量（万辆）



数据来源：ZDC 互联网消费调研中心，老虎证券整理

这两年，伴随消费升级、外卖行业发展以及今年的疫情冲击，两轮电动车迎来了终端需求的高景气。预计 2020 年外卖行业将有超 100 万新增注册骑手，将引发出每年百万量级的新增电动车需求。

长续航、轻量化、智能化是电动自行车产品的重要发展方向。电动车行业是一个较为成熟的行业，虽然行业“马太效应”较为明显，龙头企业市占率一直保持较高且有不断提升的势头。

2019 年全年电动自行车销量在 500 万台以上的企业仅有两家，分别为爱玛科技和雅迪控股，稳居电动自行车企业第一阵营，第二梯队厂商中的新日较行业领先企业的规模仍有差距。

我国电动车主要产地：天津、无锡、台州以及广东。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、新大洲等一大批知名企业；无锡有目前电动自行车行业两家上市公司新日和雅迪；台州是电摩品类聚集地，也是电机等重要设备的生产地区；广东知名品牌有台铃。

图：我国两轮电动车主要集中地



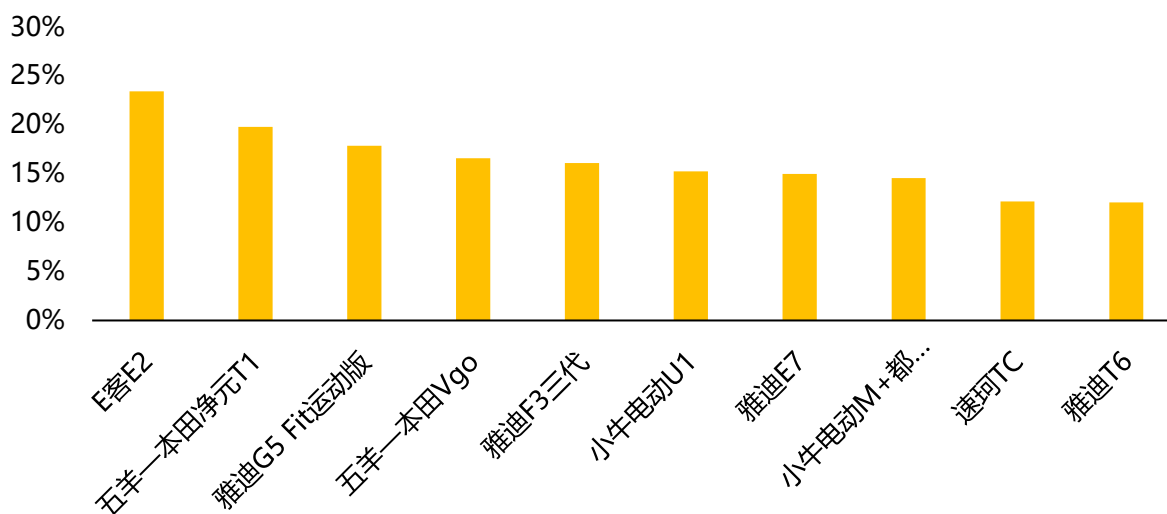
数据来源：公司网站、中国轻工业网，老虎证券整理

目前行业的特点

第一、传统品牌的多年市场累计，市占率和经销渠道优势明显；

第二、小牛、E客电动、九号电动车等新势力品牌逐渐占据年轻人的喜好。

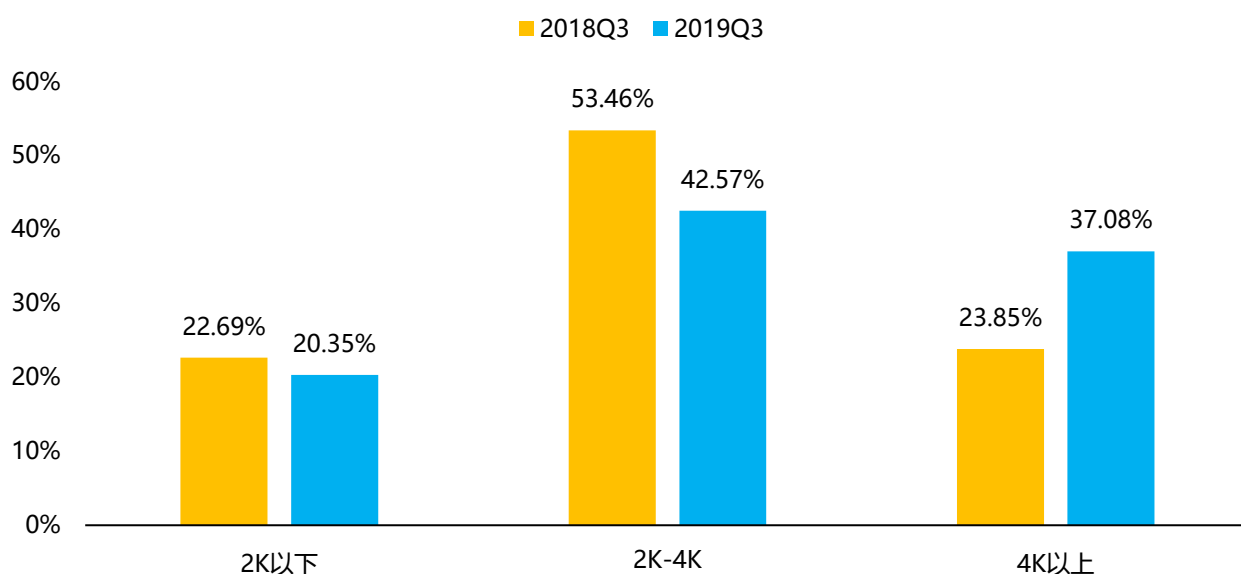
图：2019 最受关注的电动车产品



数据来源: ZDC 互联网消费调研中心, 老虎证券整理

不过, 消费者在购买电动车心理区间价位统计时, 对价格保持高度敏感占了较大比例, 价格也成为了直接影响消费者购买决策的重要因素之一。但以目前的趋势, 越来越多的用户也开始接受更高价位的电动车了。

图: 消费者对于双轮电动车心理价位的预计



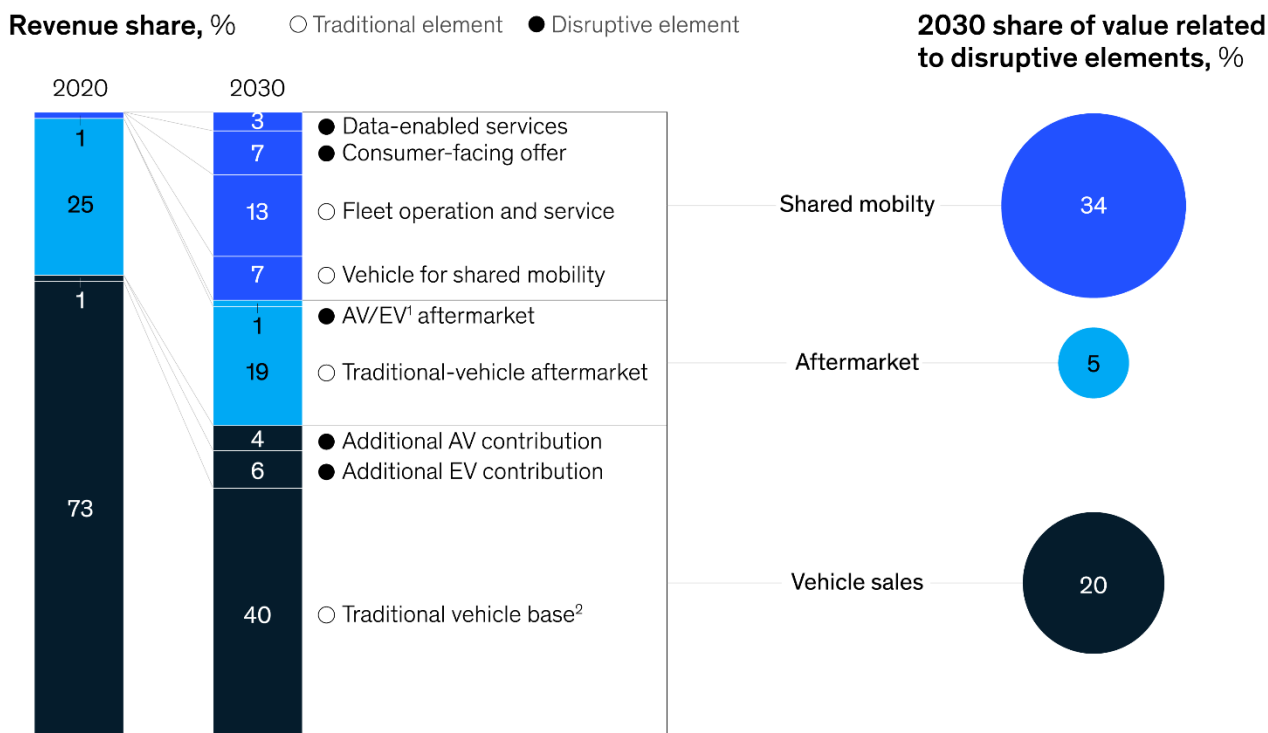
数据来源: ZDC 互联网消费调研中心, 老虎证券整理

随着电动车高端市场逐步打开, 并且新国标对安全车辆和锂电池的鼓励, 先入者(先达到标准并占据市场的厂家)凭借口碑优势将率先享受行业红利。

而电动车行业整体的发展趋势, 也将会跟智能化、电气化。根据麦肯锡的调查报告, 至 2030 年, 诸如自动化、电气化、面向消费者产品(DTC)以及数据支持服务等行业颠覆性事件预计将占汽车收入的约 20%。

图：麦肯锡调查报告，至 2030 年，行业颠覆性事件预计将占汽车收入的约 20%。

Electrification and other disruptions are shifting automotive value pools.



Note: Figures may not sum to 100%, because of rounding.

¹AV: autonomous vehicle; EV: electric vehicle.

²Average vehicle value, not considering additional disruptive elements, such as automation and electrification.

Source: McKinsey analysis

McKinsey
& Company

数据来源：麦肯锡咨询

双轮电动车的海外市场

中国的两轮电动车在 2017 年共出口 730 万辆，占总产量的 23.5%，出口均价为 400 美元/辆。2018 年之后，到海关总署调整统计口径，其中包含电动摩托车、电动独轮车等。主要出口对象包含欧美及东南亚，其中在欧盟国家，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。

印度是海外的重要市场，但是考虑到其市场的复杂程度，以及地缘政治的影响，目前并不适

合中国企业将其作为主要目标。

小牛电动的海外战略布局已久。

从品牌上，因公司专注于现代的时尚造型设计，M1 车型在 2017 年获得了德国红点、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，在国际上打响知名度。

从战略上，公司在 2016 年就开始在德国销售，起步较早。最早的售价 2699 欧元，主打高端市场。2017 年上半年，欧洲市场销量逐渐上升；至 2019 年底，公司在 38 个国家通过 29 个经销商进行海外销售。海外市场的营收占比在 2017 年-2019 年分别为 4.9%、10.8%和 20.9%。

在运营上，公司在海外市场通过租赁与共享模式运营，扩大市场销售的同时还能扩大公司知名度。公司于共享租赁运营商 MOVO 合作，采用分时租赁的方式。

今年上半年由于疫情的影响，海外市场销售有所下降。2020 年 Q2 海外市场的两轮电动车销售为 5690 万元，同比下降 53.2%。同时，这也顺带影响了零配件、其他服务的收入。

而在稍有好转后的 Q3，海外市场同比销售量为 5596 量，同比增加 6.2%，开始慢慢恢复。

不过，疫情让不少用户远离公共交通，也让海外市场的整体需求将在疫情后时代进一步释放。

公司的其他业务布局

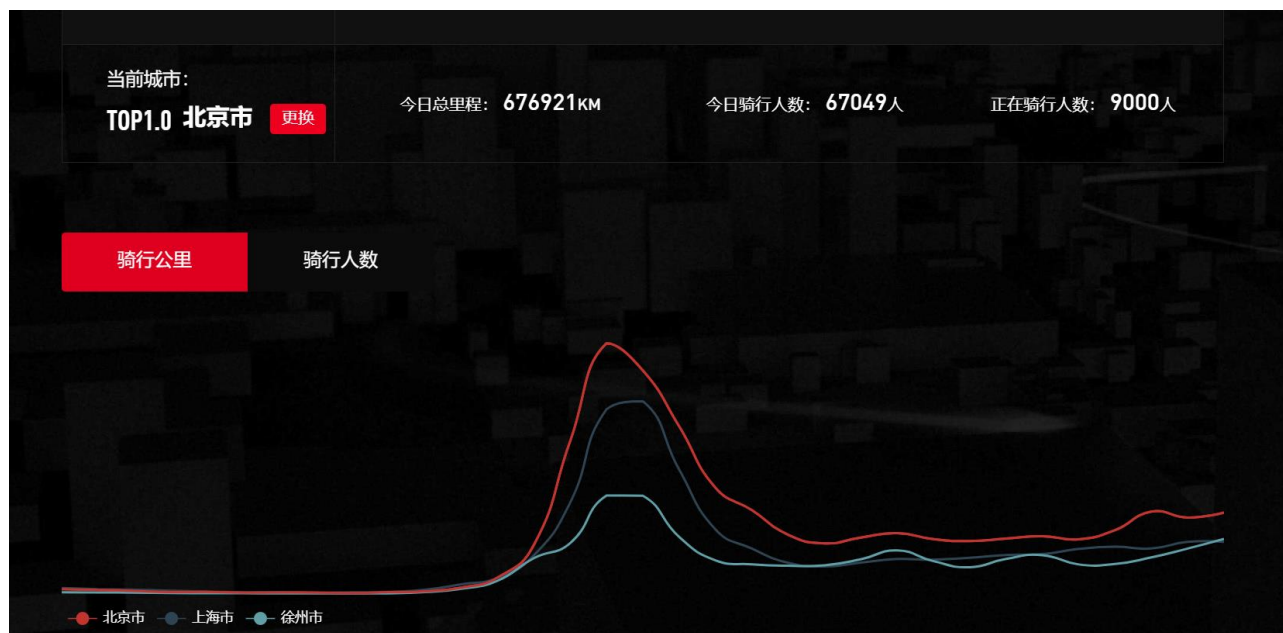
在电动车以外，公司进行了多元布局，强调了电动车出行对生活方式的影响。

大数据平台 NIU Inspire

小牛电动从应用程序、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 2020 年 10 月 16 日，小牛用户总计行驶里程超过 65.3 亿千米。通过专有的大数据平台分析智能中枢 ECU 收集的数据，可以更好地提供安全服务、用户骑行路线分析，进一步为广告市

场投放提供参考意见。

图： 官网实时更新累积里程数据



数据来源：公司网站，老虎证券整理

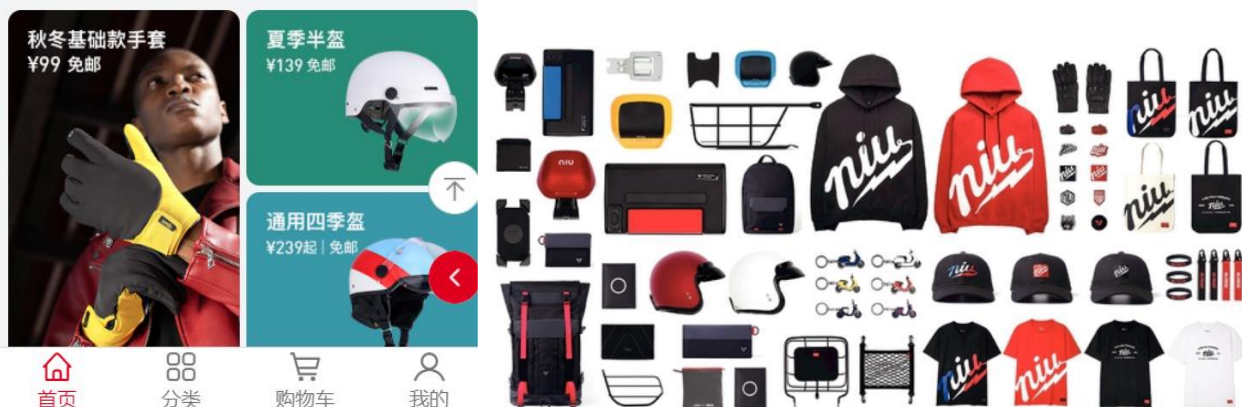
保险服务 NIU Cover (牛油保)

2015 年 11 月，公司推出了 NIU Cover（又称为“牛油保”），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、三者车辆盗抢三大方面，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等。

配件、周边销售

公司布局生活方式配件，推出同设计语言的滑板车等其他生活配件，从骑行必备的头盔护具到生活文化品 T 恤和徽章均有涉及。公司的配件及周边带来的收入分别占公司 2017 年、2018 年及 2019 年的 6.4%、6.2%和 12.2%。公司与不同行业的其他生活方式品牌合作推出联名款，也是相当优秀的推广手段。

图： 公司电商网站出售的周边等



数据来源：公司网站，老虎证券整理

摩托车、自行车的开发

公司试水了万元以上高端电动摩托车市场，于 2018 年 6 月发布首款高端电动摩托车型 N GT，对标 125cc 级摩托。此款车型率先面向欧洲的高端市场销售。

而在专业自行车领域，公司于 2019 年 4 月推出 NIU AERO 系列产品。

公司业务的增长前景

刚刚过去的 2020 年 Q3，小牛电动累计售出双轮电动车 250889 辆，同比增长 67.9%，其中国内市场 245293 辆，同比增长 70.2%。

2020 年 5 月新上市的低价版 G0，因为性价比高，迅速占领市场。对于双轮电动车来说，过高的单价依然存在盗失风险。5 月上市的高端车型 MQi2 与 7 月上市的 MQiS 销量亦不错。渠道方面，公司至 Q2 已经在国内有专营店 1084 家，比 Q1 增加 51 家。

目前来看，公司的主要机遇：

第一、 锂电池市场容量不断增大，先发优势明显。其他厂商的铅酸电池产品将会渐渐在新国标和年轻人偏好中渐渐缩小市场份额。

第二、未来新增对产品升级、更新，以及更注重外观的设计的用户需求增大。

第三、海外市场的增量。

公司面临的主要挑战来自以下几个方面

第一、业内巨头的升级竞争。他们通过成熟的经销商体系，推出更多层次产品。而小牛电动的经销商体系并没有那么强大

第二、公司 G0 系列低端产品销售占比增大，降低公司整体利润率

我们根据市场增长规模，以及小牛电动这两年的增长轨迹，进行行业渗透率、小牛电动的销量、收入的预估。

图：小牛电动主要车型售价

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
国内电动车销量(万)	3113	3278	2708	1566	2770	2600
增速	-3%	5%	-17%	-42%	77%	-6%
锂电池渗透率	2%	5%	15%	20%	25%	50%
锂电池车辆	62	164	406	560	750	1600
锂电车辆增速		163%	148%	38%	34%	113%
小牛电动产量(万)	18.9	33.9	42.1	52.6	71.0	94.5
小牛销量增速		79.2%	24.1%	35.00%	35.0%	33.0%
小牛电动营收	7.7	14.8	20.8	23.2	30.5	39.7
单车售价	4058	4352	4927	4400	4300	4200

数据来源：ZDC 互联网消费调研中心、公司公告、老虎证券

估值讨论

电动车板块，尤其是新能源汽车，今年在整个市场中获得资金热捧，从美国的特斯拉，到国内的新势力车企蔚来、小鹏汽车、理想，抑或是香港上市的比亚迪、吉利等传统+新能源品

牌，其估值中枢（EV/Sales）都远高于大盘。

传统的汽车或者新能源消费企业一般使用 PE 或者 DCF 估值法，由于上述新势力新能源公司还未到达盈利期，公司处于告诉增长的阶段，因此也难以提供类似的可比估值。

而对双轮电动车行业来说，港股上市的行业龙头雅迪科技，以及 A 股上市的新日股份是同类型的公司。但因为运营模式、市场份额以及所处的二级市场并不同，因此也并不能完全作为参考。

小牛电动目前处于业绩快速增长期，按照目前的增速，我们做了一个普通情况下和较优秀情况下的预测，2020 年、2021 年的企业价值倍数分别为 6.81、6.10。

图：小牛电动主要业绩预测（普通）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营收（百万元）	355	769	1478	2076	2316	3055
增速		117%	92%	41%	12%	32%
净利润（百万元）	-233	-185	-349	190	220	296
净利率	-66%	-24%	-24%	9%	10%	10%
EPS(美元/ADS)	(0.10)	(0.69)	(0.33)	0.18	0.21	0.28
PE				166.12	143.53	106.68
EV/Sales				6.81	6.10	4.63

数据来源：公司公告、老虎证券

图：小牛电动主要业绩预测（优秀）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营收（百万元）	355	769	1478	2076	2316	3621
增速		117%	92%	41%	12%	56%
净利润（百万元）	-233	-185	-349	190	220	398
净利率	-66%	-24%	-24%	9%	10%	11%
EPS(美元/ADS)	(0.22)	(0.17)	(0.33)	0.18	0.21	0.37
PE				164.92	142.49	78.71
EV/Sales				6.81	6.10	3.90

数据来源：公司公告、老虎证券

图：可比公司相关估值对比

	PE			EV/Sales		
	TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
小牛电动	152.43	142.49	78.71	6.81	6.10	3.90
新日股份	101.03	34.34	22.81	1.71	1.04	0.77
雅迪控股	47.41	33.46	29.52	2.2	1.29	1.05
蔚来				27.11	17.64	10.11
理想汽车					14.55	7.45
小鹏汽车				51.29	24.86	9.11
特斯拉	1191.71	247.18	139.36	16.59	14.21	9.87

数据来源：公司公告、老虎证券

因此，如果与双轮电动车同业公司对比，其估值明显偏高，但是与新能源汽车公司对比，小牛电动的市值与这些公司平均值还有近 200% 的上升空间。

但因为整个电动车行业超高的估值，更多的是建立在投资者为期中长期未来的买单，因此我们很难估计短期的真正估值。

风险提示：

- 单车营收和利润下滑
- 竞争激烈，无法保持锂电池车的市场优势
- 海外市场拓展受阻
- 数据安全风险

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场研判、策略回报会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：

newsletter@itiger.com。