

蔚来汽车 (NIO US)

芯片供应边际改善，期待下半年交付量增长

蔚来汽车上半年交付4.2万辆汽车，其中ES8以及EC6两款车型的销售表现显著超出我们预期。公司二季度的汽车生产一度受到芯片供应紧张印象，制约了交付量增长。展望下半年，在芯片供应将呈边际复苏预期下，预料交付量有望持续攀升。针对用户补能痛点，公司加快了换电站布局，从年初规划500站增加至700站，并计划2025年实现4,000座换电站布局。此外，公司近期获得纳入中央机关及企事业单位公务用车采购名单，彰显公司的品牌地位。我们对公司2021-23年销售量预测分别上调10.9-13.4%，并将目标价上调13.6%至每股52.6美元。维持买入评级。

- 上半年交付4.2万辆。** 蔚来汽车上半年交付41,956万辆电动汽车，同比增长48.1%。2季度在受芯片供应制约之下实现交付21,896辆，符合管理层给予的季度交付指引。上半年ES8/ES6/EC6分别交付8,949/18,023/14,984辆，ES8及EC6销量表现显著超出我们预期。展望下半年，在芯片供应紧张情况呈边际缓解的背景下，我们预料蔚来汽车的交付情况将好于上半年。我们将公司2021-23年的销售量预测上调10.9-13.4%至9.9万/14.0万/18.6万辆。我们的主要预测风险仍旧是芯片供应带来的生产及交付扰动。
- 毛利率将维持稳健态势。** 一季度销售均价在100度电池包及NIO Pilot选装包的支持下公司整体毛利率实现19.5%。预料二季度及下半年，受惠于销售量增长，公司可以与供应商协商优惠的采购价格足以覆盖今年以来大宗商品价格上涨带来的影响。我们预计二季度及下半年公司整体毛利率将维持稳健态势。
- 加速换电站布局。** 蔚来于7月11日通过NIO Power Day发布了其中期换电补能体系规划。我们注意到公司加快了换电站的布局，到2021年底计划从年初的500座换电站规划增加到了700座，并计划后续以每年新增600个换电站，到2025年形成4,000座换电站布局。我们认为蔚来此举为应对用户补能不便痛点所做针对性部署，短期来看有望通过换电站密度增加驱动销量增长。长期来看，我们认为蔚来换电布局背后思维仍以为用户提供优质服务为核心切入点，并以独有的“车电分离”业务模式为卖点，助力于汽车销售。
- 目标价上调至52.6美元，维持买入评级。** 基于销量预测调整，以及2025年汽车销售、软件及其它业务市销率分别为6倍及30倍折现，我们对蔚来汽车的目标价上调13.6%至每股52.6美元，我们的目标价对应2021/22年公司整体市销率预测约13.9/9.8倍，对应2025年预测市盈率136.4倍。展望下半年，预料公司订单维持火热，随着芯片制约逐步消除，我们认为交付量攀升有望继续驱动估值上涨。我们对公司维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	7,825	16,258	37,636	53,107	70,233
同比增长(%)	58	108	131	41	32
净利润(百万元人民币)	(11,413)	(5,611)	(8,615)	(2,854)	(10)
每份ADS盈利(元人民币)	(11.08)	(4.74)	(5.37)	(1.73)	(0.01)
每份ADS盈利变动(%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市场预期每份ADS盈利(元人民币)	不适用	NA	-2.54	0.09	1.89
市盈率(倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	60.2	29.0	12.5	8.9	6.7
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(171)	(10)	(8)	(3)	(0)
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	US\$52.6
(目标价)	US\$ 46.3)
潜在升幅	+17.6%
当前股价	US\$44.7

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	68,206
3月平均流通量(百万美元)	2,726.30
52周内股价高/低(美元)	66.99/12.46
总股本(百万)	1,362

资料来源：彭博

股东结构

李斌	10.6%
Founder vehicles	10.1%
腾讯	10.0%

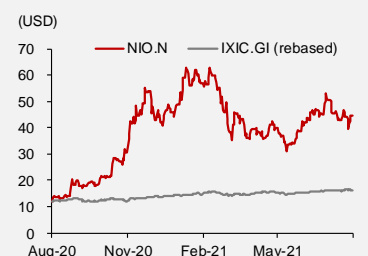
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.2%	-13.1%
3-月	12.1%	6.7%
6-月	-21.6%	-28.4%
12-月	274.2%	174.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 盈利预测调整

	原预测			新预测			变化-%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
汽车销售量	87,175	124,501	167,591	98,866	139,810	185,780	13.4%	12.3%	10.9%
销售均价 (千人民币, 不含税)	351	350	346	352	350	347	0.4%	0.1%	0.0%
收入(百万人民币)	33,069	47,224	63,329	37,636	53,107	70,233	13.8%	12.5%	10.9%
净利润 (百万人民币)	-5,740	-4,479	-2,040	-8,615	-2,854	-10	50.1%	-36.3%	-99.5%
每股盈利(人民币)	-3.58	-2.72	-1.23	-5.37	-1.73	-0.01	50.1%	-36.3%	-99.5%

资料来源: 招银国际证券预测

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	7,825	16,258	37,636	53,107	70,233
汽车销售	7,367	15,183	34,848	48,947	64,375
其它销售	458	1,075	2,788	4,160	5,858
銷售成本	(9,024)	(14,385)	(30,793)	(43,407)	(56,723)
毛利	(1,199)	1,873	6,843	9,700	13,510
其它收入	(4,429)	(2,488)	(5,023)	(5,254)	(5,394)
其它(虧損)/盈利淨額	(5,452)	(3,932)	(5,587)	(6,479)	(7,748)
銷售及營銷開支	-	(61)	(60)	(60)	(59)
息稅前收益	(11,079)	(4,608)	(3,827)	(2,092)	309
利息收入	160	167	340	302	329
利息開支	(371)	(426)	(447)	(470)	(503)
利潤分享	(64)	(66)	(40)	(24)	(14)
投資收益	-	-	-	-	-
其它損益	66	(365)	(219)	(131)	130
稅前利潤	(11,288)	(5,298)	(4,192)	(2,415)	250
所得稅	(8)	(6)	(4)	(2)	0
非控股權益增加	(127)	(312)	(4,424)	(442)	(265)
少數股東權益	9	5	5	5	6
淨利潤	(11,413)	(5,611)	(8,615)	(2,854)	(10)

现金流量表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(11,288)	(5,298)	(4,192)	(2,415)	250
利息支付	210	259	106	168	175
折舊和攤銷	999	1,109	1,212	1,362	1,512
運營資金變動	1,298	3,807	2,187	2,123	2,035
稅務開支	(8)	(6)	(4)	(2)	0
其它	67	2,080	415	558	115
經營活動所得現金淨額	(8,722)	1,951	(276)	1,795	4,087
投資變化	3,405	(4,591)	(5,168)	(1,112)	(1,113)
其它	(23)	(481)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	3,382	(5,071)	(5,168)	(1,112)	(1,113)
股份發行	(1,429)	42,177	-	-	-
淨借貸	5,126	(494)	500	1,000	1,000
股息	-	-	-	-	-
其它	(602)	(326)	(4,082)	(255)	(152)
融資活動所得現金淨額	3,095	41,357	(3,582)	745	848
現金增加淨額	(2,245)	38,237	(9,026)	1,427	3,823
年初現金及現金等價物	3,224	990	38,545	29,519	30,945
受限制現金	127	120	131	139	149
匯兌	10	(682)	-	-	-
年末現金及現金等價物	863	38,426	29,388	30,806	34,619

资产负债表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	9,654	8,435	8,490	8,391	8,151
固定資產	5,533	4,996	4,901	4,655	4,259
使用權資產	1,998	1,350	1,418	1,489	1,563
長期投資	115	300	300	300	300
其它非流動資產	2,008	1,788	1,871	1,948	2,028
流動資產	4,928	46,207	45,448	49,439	55,712
現金及現金等價物	863	38,426	29,388	30,806	34,619
應收賬款	1,352	1,083	2,508	3,539	4,680
存貨	890	1,082	2,315	3,047	3,698
短期投資	111	3,951	8,000	8,000	8,000
其它流動資產	1,713	1,666	3,237	4,047	4,714
流動負債	9,499	13,976	20,583	25,651	30,524
短期負債	886	1,550	1,674	1,874	2,074
貿易應付款	3,112	6,368	12,317	16,495	20,420
長期負債即期部分	322	381	418	468	518
應計和其它負債	4,217	4,604	5,064	5,571	6,128
其它	962	1,073	1,109	1,243	1,383
非流動負債	9,905	8,803	10,107	11,786	12,954
借貸	7,155	5,938	6,277	7,495	8,295
經營租賃負債	1,598	1,015	1,148	1,206	1,266
其它	1,152	1,850	2,682	3,085	3,393
淨資產淨額	(4,822)	31,862	23,247	20,394	20,385
少數股東權益	22	2	2	3	3
夹层權益	1,456	4,691	4,691	4,691	4,691
股東權益(赤字)	(6,300)	27,169	18,554	15,700	15,690

主要比率

年結: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
汽车销售	94%	93%	93%	92%	92%
其它	6%	7%	7%	8%	8%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	-15%	12%	18%	18%	19%
稅前利率	-144%	-33%	-11%	-5%	0%
淨利潤率	-146%	-35%	-23%	-5%	0%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.5	3.3	2.2	1.9	1.8
速動比率(x)	0.3	3.1	1.9	1.7	1.6
現金比率(x)	0.1	2.8	1.4	1.2	1.1
平均應收周轉天數	484	481	443	485	475
平均存貨周轉天數	190	100	81	90	87
平均應付周轉天數	197	109	70	83	85
債務/股本比率(%)	-167%	24%	34%	46%	51%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
股本回報率	-171%	-10%	-8%	-3%	0%
資產回報率	-67%	-15%	-16%	-5%	0%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	(11.1)	(4.7)	(5.4)	(1.7)	(0.0)
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	14.50	12.38	12.26

资料来源: 公司資料, 招銀國際證券預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(招銀國際證券G)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。招銀國際證券G是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。招銀國際證券G可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则招銀國際證券G仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系招銀國際證券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。