

蔚來汽車 (NIO US)

芯片供應邊際改善，期待下半年交付量增長

蔚來汽車上半年交付 4.2 萬輛汽車，其中 ES8 以及 EC6 兩款車型的銷售表現顯著超出我們預期。公司二季度的汽車生產一度受到芯片供應緊張印象，制約了交付量增長。展望下半年，在芯片供應將呈邊際復蘇預期下，預料交付量有望持續攀升。針對用戶補能痛點，公司加快了換電站佈局，從年初規劃 500 站增加至 700 站，並計畫 2025 年實現 4,000 座換電站佈局。此外，公司近期獲得納入中央機關及企事業單位公務用車採購名單，彰顯公司的品牌地位。我們對公司 2021-23 年銷售量預測分別上調 10.9-13.4%，並將目標價上調 13.6% 至每股 52.6 美元。維持買入評級。

- **上半年交付 4.2 萬輛。** 蔚來汽車上半年交付 41,956 萬輛電動汽車，同比增長 48.1%。2 季度在受芯片供應制約之下實現交付 21,896 輛，符合管理層給予的季度交付指引。上半年 ES8/ES6/EC6 分別交付 8,949/18,023/14,984 輛，ES8 及 EC6 銷量表現顯著超出我們預期。展望下半年，在芯片供應緊張情況呈邊際緩解的背景，我們預料蔚來汽車的交付情況將好於上半年。我們將公司 2021-23 年的銷售量預測上調 10.9-13.4% 至 9.9 萬/14.0 萬/18.6 萬輛。我們的主要預測風險仍舊是芯片供應帶來的生產及交付擾動。
- **毛利率將維持穩健態勢。** 一季度銷售均價在 100 度電池包及 NIO Pilot 選裝包的支持下公司整體毛利率實現 19.5%。預料二季度及下半年，受惠於銷售量增長，公司可以與供應商協商優惠的採購價格足以覆蓋今年以來大宗商品價格上漲帶來的影響。我們預計二季度及下半年公司整體毛利率將維持穩健態勢。
- **加速換電站佈局。** 蔚來於 7 月 11 日通過 NIO Power Day 發佈了其中期換電補能體系規劃。我們注意到公司加快了換電站的佈局，到 2021 年底計畫從年初的 500 座換電站規劃增加到了 700 座，並計畫後續以每年新增 600 個換電站，到 2025 年形成 4,000 座換電站佈局。我們認為蔚來此舉為應對用戶補能不便痛點所做針對性部署，短期來看有望通過換電站密度增加驅動銷量增長。長期來看，我們認為蔚來換電佈局背後思維仍以為用戶提供優質服務為核心切入點，並以獨有的“車電分離”業務模式為賣點，助力於汽車銷售。
- **目標價上調至 52.6 美元，維持買入評級。** 基於銷量預測調整，以及 2025 年汽車銷售、軟體及其它業務市銷率分別為 6 倍及 30 倍折現，我們對蔚來汽車的目標價上調 13.6% 至每股 52.6 美元，我們的目標價對應 2021/22 年公司整體市銷率預測約 13.9/9.8 倍，對應 2025 年預測市盈率 136.4 倍。展望下半年，預料公司訂單維持火熱，隨著芯片制約逐步消除，我們認為交付量攀升有望繼續驅動估值上漲。我們對公司維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	7,825	16,258	37,636	53,107	70,233
同比增長 (%)	58	108	131	41	32
淨利潤 (百萬元人民幣)	(11,413)	(5,611)	(8,615)	(2,854)	(10)
每份 ADS 盈利 (元人民幣)	(11.08)	(4.74)	(5.37)	(1.73)	(0.01)
每份 ADS 盈利變動 (%)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市場預測每份 ADS 盈利 (元人民幣)	不適用	NA	-2.54	0.09	1.89
市盈率 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率 (倍)	60.2	29.0	12.5	8.9	6.7
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(171)	(10)	(8)	(3)	(0)
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	US\$52.6
(目標價)	US\$ 46.3)
潛在升幅	+17.6%
當前股價	US\$44.7

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬美元)	68,206
3 月平均流通量 (百萬美元)	2,726.30
52 周內股價高/低 (美元)	66.99/12.46
總股本 (百萬)	1,362

資料來源：彭博

股東結構

李斌	10.6%
Founder vehicles	10.1%
騰訊	10.0%

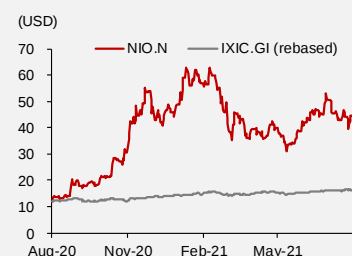
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-12.2%	-13.1%
3-月	12.1%	6.7%
6-月	-21.6%	-28.4%
12-月	274.2%	174.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

圖 1：盈利預測調整

	原 預 測			新 預 測			變 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%

資料來源：招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

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
汽車銷售	7,367	15,183	34,848	48,947	64,375
其它銷售	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)

現金流量表

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

資產負債表

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
夾層權益	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(%)					
汽車銷售	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)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	14.50	12.38	12.26

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為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為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。