

蔚來汽車 (NIO US)

一季度毛利表現令人驚訝

蔚來汽車發佈強勁的一季度業績。一季度實現汽車銷售量錄得20,060輛，同比增長423%。四月份公司交付7,102輛汽車，環比三月大致持平。汽車銷售毛利率是一季度的亮點，錄得21.2%，顯示出公司運營杠杆表現明顯。管理層認為芯片供應緊張仍將是2季度以及3季度交付量攀升的主要挑戰。根據公司一季度的表現，我們上調全年毛利率展望。我們對於公司的估值預期沒有變更，維持買入評，目標價46.32美元。

- **一季度虧損收窄至人民幣4.51億元。**公司一季度收入端（人民幣80億，同比增長481.8%）增速顯著快於汽車銷售量，主要受較高的銷售均價（人民幣36.92萬元，同比/環比分別增長12.8%/3.8%）所驅動。運營開支大致維持穩定，主要因研發開支以及銷售和行政開支尚未開始加速擴張。受公司一季度可轉債轉股所致，利息費用錄得一次性躍升。業務虧損自去年4季度虧損人民幣14億，顯著收窄至1季度虧損人民幣4.51億。公司一季度因回購蔚來中國股份，兌現非控股權益虧損達44億元。
- **汽車銷售毛利率是一季度的亮點。**公司一季度汽車銷售毛利環比再度擴張2.3百分點至21.2%，顯著超出我們預期。管理層對較好的毛利表現亦感驚訝，並將較好的毛利表現歸因於1) 消費者對於100度電池包及NIO Pilot選裝包的需求推升了銷售均價；以及2) 隨著汽車銷量的提升運營杠杆顯著增加。展望未來，管理層認為運營杠杆的提升將顯著超出材料價格上漲所帶來的壓力，並預期2021年餘下時間汽車銷售毛利率將維持穩定水準。
- **芯片供應仍將帶來挑戰。**蔚來在一季度/4月份分別交付了20,060/7,102輛新能源汽車。在3月份因芯片供應短缺帶來了5天的暫時性停產以後，管理層認為芯片供應仍將在2季度帶來挑戰，並預期情況將自3季度開始逐步獲得緩解。對於未來銷量展望，公司新車訂單情況良好，但受芯片供應短缺所致，2季度的銷量指引僅為2.1-2.2萬輛。
- **ET7交付進展如期。**蔚來在高端轎車專案，ET7的研發進展順利。公司計畫在2022年一季度量產交付。根據管理層介紹，第一輛ET7已在4月份下線，並且在固態電池的研發如期進展。我們預期公司的研發開支節奏將自2季度開始加速。
- **維持買入評級，目標價維持46.32美元。**根據蔚來一季度表現，我們將全年毛利表現列為上調。我們的估值邏輯維持不變，對2025年汽車及服務收入分別給予6/25倍市銷率並折現。

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	33,069	47,224	63,329
同比增長(%)	58	108	103	43	34
淨利潤(百萬元人民幣)	(11,413)	(5,611)	(8,791)	(3,256)	(695)
每份ADS盈利(元人民幣)	(11.08)	(4.74)	(5.48)	(1.98)	(0.42)
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	不適用	(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)	53.6	25.8	12.7	8.9	6.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(171)	(10)	(5)	(5)	(2)
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\$ 46.32
(目標價)	US\$ 46.32)
潛在升幅	+16.3%
當前股價	US\$ 39.84

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)	65,279
3月平均流通量(百萬美元)	4,078
52周內股價高/低(美元)	66.99/2.88
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%

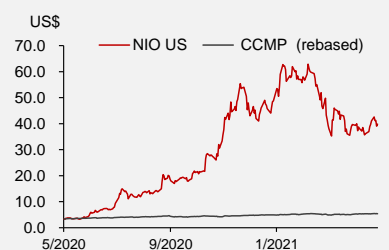
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.5%	-3.0%
3-月	-28.6%	-30.4%
6-月	19.6%	-6.2%
12-月	1152.8%	672.1%

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

財務分析

利潤表

年結: 12/31 (百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	7,825	16,258	33,069	47,224	63,329
汽車銷售	7,367	15,183	30,619	43,524	58,047
其它銷售	458	1,075	2,450	3,700	5,282
銷售成本	(9,024)	(14,385)	(27,047)	(38,611)	(51,232)
毛利	(1,199)	1,873	6,022	8,613	12,097
其它收入	(4,429)	(2,488)	(5,034)	(5,267)	(5,408)
其它(虧損)/盈利淨額	(5,452)	(3,932)	(4,926)	(5,769)	(6,990)
銷售及營銷開支	-	(61)	(60)	(60)	(59)
息稅前收益	(11,079)	(4,608)	(3,999)	(2,483)	(359)
利息收入	160	167	337	292	312
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)	(4,368)	(2,816)	(434)
所得稅	(8)	(6)	(4)	(3)	(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)	(8,791)	(3,256)	(695)

現金流量表

年結: 12/31 (百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(11,288)	(5,298)	(4,368)	(2,816)	(434)
利息支付	210	259	110	178	191
折舊和攤銷	999	1,109	1,212	1,362	1,512
運營資金變動	1,298	3,807	1,637	1,999	1,987
稅務開支	(8)	(6)	(4)	(3)	(0)
其它	67	2,080	411	549	99
經營活動所得現金淨額	(8,722)	1,951	(1,002)	1,269	3,355
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	41.3	(3,58)	745	848
現金增加淨額	(2,245)	38,237	(9,753)	901	3,090
年初現金及現金等價物	3,224	990	38,545	28,792	29,693
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	28,661	29,554	32,635

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元)	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	43,774	47,039	52,472
現金及現金等價物	863	38,426	28,661	29,554	32,635
應收賬款	1,352	1,083	2,204	3,147	4,220
存貨	890	1,082	2,034	2,710	3,340
短期投資	111	3,951	8,000	8,000	8,000
其它流動資產	1,713	1,666	2,875	3,628	4,278
流動負債	9,499	13,976	19,085	23,828	28,547
短期負債	886	1,550	1,674	1,874	2,074
貿易應付款	3,112	6,368	10,819	14,672	18,444
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	23,072	19,816	19,122
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	18,378	15,122	14,428

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%	-13%	-6%	-1%
淨利潤率	-146%	-35%	-27%	-7%	-1%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.5	3.3	2.3	2.0	1.8
速動比率(x)	0.3	3.1	2.0	1.7	1.6
現金比率(x)	0.1	2.8	1.5	1.2	1.1
平均應收周轉天數	484	481	464	482	472
平均存貨周轉天數	190	100	84	90	86
平均應付周轉天數	197	109	73	83	85
債務/股本比率(%)	-167%	24%	34%	47%	54%
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%	-4%	-1%
資產回報率	-67%	-15%	-16%	-6%	-1%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	(11.1)	(4.7)	(5.5)	(2.0)	(0.4)
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	14.39	12.03	11.50

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，未在美國金融業監管局("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寫的報告。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。