

蔚來汽車 (NIO US)

二季度業績優於預期，新車型發佈加速落地

蔚來汽車公佈二季度業績，汽車銷售毛利率 20.3%，歸母淨虧損進一步收窄至人民幣 6.59 億元，超出我們及市場預期。展望 3 季度，受供應鏈各種因素擾動，交付指引為 2.3-2.5 萬輛，對比二季度增速趨緩，略低於我們預期。二季報的主要亮點是公司計畫於 2022 年加速推出新車型，除已經發佈的 ET7 外，將推出兩款基於 NT2 平臺的全新車型。我們認為新車型推出將豐富產品矩陣，反映出公司強大的研發實力及供應鏈管理能力。我們維持公司 2021 年銷量預測，並將 2022/23 年銷量預測分別上調 21.2%/19.9% 至 16.9/22.3 萬輛，以體現新車型發佈所帶來的銷量增長預期。我們對公司的目標價略微上調 1.5% 至 53.4 美元。維持買入。

- **公司二季度財務表現優於預期。**蔚來汽車二季度實現汽車銷售 21,896 輛，同比/環比分別增長 119.2%/9.2%。銷售收入實現 84.5 億元人民幣，同比/環比分別增長 127.2%/5.8%。汽車銷售分部毛利率維持穩健於 20.3%，環比輕微下跌 0.8 百分點，主要受出貨結構變化（EC6 銷售佔比提升）導致銷售均價略微下降所致。公司二季度研發費用及銷售費用率分別為 10.5%/17.7%，較一季有所增加但大幅優於去年同期。二季度歸母淨虧損 6.59 億元人民幣，同比/環比分別收窄 45.4%/86.5%，財務表現優於我們及市場預期。
- **2022 年加速車型發佈。**蔚來汽車計畫在 2022 年推出 3 款基於 NT2.0 平臺的全新車型，其中包括蔚來首款轎車 ET7。管理層表示 NT2.0 平臺及 NAD 研發進展順利，並且第二代平臺架構較 NT1.0 平臺將具有更高的設計毛利率水準。我們認為新車型加速落地反映出公司較高的研發效率，帶動供應鏈實現整體平臺技術突破，並將能夠滿足消費者多樣性需求。基於會計謹慎原則，蔚來也將計畫對 NT1 平臺進行加速折舊處理，預計將在下半年對毛利率產生小幅擾動。展望 2022 年，蔚來新車型達到 6 款，為新勢力首位，將帶動其交付量、收入、毛利率大幅度提升。公司同時計畫於 2023 年推出子品牌切入大眾市場，進一步擴張 TAM。
- **公司三季度交付指引略低於預期，明年交付量將大幅度增加。**考慮到 1) 國內及海外零部件受疫情及洪水因素有所擾動，以及 2) 馬來西亞疫情管控影響芯片封測導致芯片仍舊緊張，公司務實地將三季度交付指引設定為 2.3 萬-2.5 萬輛，環比增長 5.0-14.2%，略低於我們此前預期。展望 2022 年，我們認為蔚來在豪華純電領域已經建立品牌知名度，並隨著在售車型增加，公司在豪華車市場份額將持續增加。我們將公司 2022/23 年銷量預測分別上調 21.2%/19.9% 至 16.9 萬/22.3 萬輛。

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	65,104	85,272
同比增長 (%)	58	108	131	73	31
淨利潤 (百萬元人民幣)	(11,413)	(5,611)	(8,753)	(2,648)	788
每份 ADS 盈利 (元人民幣)	(11.08)	(4.74)	(5.46)	(1.61)	0.47
每份 ADS 盈利變動 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市場預測每份 ADS 盈利 (元人民幣)	N/A	N/A	-2.54	0.09	1.89
市盈率 (倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市銷率 (倍)	71.9	34.6	14.9	8.6	6.6
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(171)	(10)	(8)	(3)	1
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\$53.4
(目標價)	US\$ 52.6)
潛在升幅	+19.5%
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)	72,046
3 月平均流通量 (百萬美元)	2609.7
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%

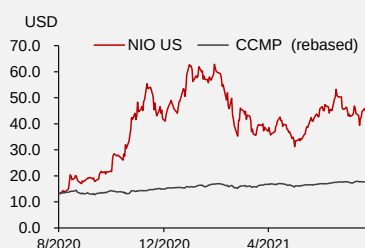
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.4%	-5.1%
3-月	26.1%	17.7%
6-月	-27.0%	-35.8%
12-月	238.5%	153.7%

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>

- **服務體系廣受認可。**BAAS 在 7 月份選裝率超過 60%，反映出用戶對蔚來換電模式的認可。公司 2 季度 NIO Pilot 選裝率達到 80%，增強市場對公司未來 ADaaS 模式訂閱收入的信心。公司計畫加速換電站及零售管道佈局，以做好準備迎接 NT2.0 平臺車型的發佈週期。
- **耐心規劃大眾市場及海外市場發展路徑。**對於大眾市場規劃，公司希望以子品牌方式在 2023 年進入主流市場空間，通過公司領先的自研體系為大眾使用者提供優於同等級車型的產品。海外市場方面，公司堅持“用戶企業”理念為嚮導，在歐洲逐步實現團隊擴張，並通過招募當地用戶體驗團隊（UAB）來實現更好的產品當地語系化。目前 ES8 已經進入挪威市場，管理層表示後續進入歐洲的將以 NT2.0 平臺車型為主。
- **下半年開支將大幅提速。**公司上半年研發及銷售開支維持較為穩健的擴張節奏。進入下半年，為了配合三款新車型交付節奏，公司的研發投入將呈加速擴張態勢。隨著零售管道的加速佈局，銷售費用亦將呈比例增加。根據公司指引，我們預期全年研發開支將超過人民幣 50 億，而銷售費用端亦將超過人民幣 55 億，較上半年水準顯著加快。
- **目標價略微上調至 53.4 美元，維持買入評級。**考慮到新車發佈規劃加速，我們相應上調公司 2022-23 年收入預測。同時 NT2 平臺 BOM 成本下降帶動毛利率提升，將使得公司盈虧平衡點有望提前，對市場情緒產生正面影響。因此我們分別給予 2025 年汽車銷售、軟體及其它業務市銷率 6 倍及 30 倍折現，給予每股 53.4 美元估值。我們的目標價對應 2021/22 年公司整體市銷率預測約 14.9/8.6 倍。展望 2022 年，我們對 NT2.0 平臺車型銷量持樂觀展望，同時芯片短缺影響逐步消除，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。

圖 1：2 季度財務表現

(百万人民币)	2020		2021		2Q21	
	1Q20	2Q20	1Q21	2Q21	YoY	QoQ
銷售收入	1,372	3,719	7,982	8,448	127.2%	5.8%
汽车销售	1,256	3,486	7,406	7,912	127.0%	6.8%
其它销售	116	233	577	536	130.3%	-7.0%
銷售成本	(1,539)	(3,406)	(6,428)	(6,874)	101.8%	6.9%
汽车销售	(1,349)	(3,149)	(5,839)	(6,308)	100.3%	8.0%
其它销售	(191)	(257)	(589)	(566)	120.1%	-3.8%
毛利	(167)	313	1,555	1,574	402.6%	1.2%
毛利率	-12.2%	8.4%	19.5%	18.6%	10.2ppt	-0.8ppt
汽车销售	-7.4%	9.7%	21.2%	20.3%	10.6ppt	-0.9ppt
其它销售	-63.9%	-10.4%	-2.1%	-5.6%	4.9ppt	-3.5ppt
汽车销量	3,838	10,331	20,060	21,896	111.9%	9.2%
销售均价 - 人民币千元	327.1	337.4	369.2	361.3	7.1%	-2.1%
季度环比	0.2%	3.1%	3.8%	-2.1%	n/a	O/a
运营开支	(1,402)	(1,473)	(1,850)	(2,337)	58.7%	26.3%
研发费用	(522)	(545)	(687)	(884)	62.1%	28.7%
...占收入比重	38.1%	14.7%	8.6%	10.5%	-4.2ppt	1.9ppt
销售费用	(848)	(937)	(1,197)	(1,498)	59.9%	25.1%
...占收入比重	61.8%	25.2%	15.0%	17.7%	-7.5ppt	2.7ppt
其它运营利润/ (亏损)	(32)	9	33	44	400.4%	33.6%
运营利润	(1,569)	(1,160)	(296)	(763)	-34.2%	158.1%
利息收入	18	21	120	193	837.8%	61.4%
利息开支	(110)	(113)	(424)	(61)	-46.4%	-85.7%
利润分享	(14)	(4)	103	(3)	-21.7%	-103.3%
其它损益	(13)	82	50	49	-40.4%	-1.6%
税前利润	(1,689)	(1,174)	(447)	(585)	-50.2%	30.9%
所得税开支	(1)	(2)	(4)	(2)	-10.2%	-54.2%
有效税率	-0.1%	-0.2%	-0.9%	(0)	-0.1ppt	0.6ppt
期间利润	(1,691)	(1,176)	(451)	(587)	-50.1%	30.2%
非控股权益增加	(32)	(32)	(4,424)	0	-100.2%	-100.0%
少数股东权益	1	0	0		-100.0%	-100.0%
净利润	(1,722)	(1,207)	(4,875)	(659)	-45.4%	-86.5%

資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 2：盈利預測調整

	原预测			新预测			变化-%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
汽车销售量	98,866	139,810	185,780	98,866	169,410	222,762	0.0%	21.2%	19.9%
销售均价 (千人民币, 不含税)	352	350	347	352	354	351	0.0%	1.2%	1.3%
收入(百万人民币)	37,636	53,107	70,233	37,636	65,104	85,272	0.0%	22.6%	21.4%
净利润 (百万人民币)	-8,615	-2,854	-10	-8,753	-2,648	788	NA	NA	NA
每股盈利(人民币)	-5.37	-1.73	-0.01	-5.46	-1.61	0.47	NA	NA	NA

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	65,104	85,272
汽車銷售	7,367	15,183	34,848	60,004	78,160
其它銷售	458	1,075	2,788	5,100	7,113
銷售成本	(9,024)	(14,385)	(30,930)	(53,861)	(69,475)
毛利	(1,199)	1,873	6,706	11,243	15,798
其它收入	(4,429)	(2,488)	(5,023)	(5,227)	(5,364)
其它(虧損)/盈利淨額	(5,452)	(3,932)	(5,587)	(7,850)	(9,290)
銷售及營銷開支	-	(61)	(60)	(60)	(59)
息稅前收益	(11,079)	(4,608)	(3,964)	(1,894)	1,085
利息收入	160	167	340	310	350
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)	(4,330)	(2,209)	1,047
所得稅	(8)	(6)	(4)	(2)	1
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)	(8,753)	(2,648)	788

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)	(4,330)	(2,209)	1,047
利息支付	210	259	107	160	153
折舊和攤銷	999	1,109	1,212	1,362	1,512
運營資金變動	1,298	3,807	2,232	3,663	2,256
稅務開支	(8)	(6)	(4)	(2)	1
其它	67	2,080	415	566	139
經營活動所得現金淨額	(8,722)	1,951	(369)	3,541	5,108
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	(9,120)	3,173	4,844
年初現金及現金等價物	3,224	990	38,545	29,425	32,599
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	29,295	32,459	37,294

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	45,365	53,480	61,169
現金及現金等價物	863	38,426	29,295	32,459	37,294
應收賬款	1,352	1,083	2,508	4,338	5,682
存貨	890	1,082	2,326	3,780	4,529
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	4,902	5,664
流動負債	9,499	13,976	20,638	29,623	35,114
短期負債	886	1,550	1,674	1,874	2,074
貿易應付款	3,112	6,368	12,372	20,467	25,011
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	23,110	20,462	21,251
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	18,416	15,768	16,557

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%	17%	19%
稅前利率	-144%	-33%	-12%	-3%	1%
淨利潤率	-146%	-35%	-23%	-4%	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	2.2	1.8	1.7
速動比率(x)	0.3	3.1	1.9	1.5	1.5
現金比率(x)	0.1	2.8	1.4	1.1	1.1
平均應收周轉天數	484	481	442	445	478
平均存貨周轉天數	190	100	80	83	87
平均應付周轉天數	197	109	70	77	86
債務/股本比率(%)	-167%	24%	34%	46%	49%
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%	1%
資產回報率	-67%	-15%	-16%	-4%	1%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	(11.1)	(4.7)	(5.5)	(1.6)	0.5
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	14.41	12.43	12.78

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。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(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG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。CMBISG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為制的報告。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CMBISG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CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。