

蔚来汽车 (NIO US)

一季度毛利表现令人惊讶

蔚来汽车发布强劲的一季度业绩。一季度实现汽车销售量录得20,060辆，同比增长423%。四月份公司交付7,102辆汽车，环比三月大致持平。汽车销售毛利率是一季度的亮点，录得21.2%，显示出公司运营杠杆表现明显。管理层认为芯片供应紧张仍将是2季度以及3季度交付量攀升的主要挑战。根据公司一季度的表现，我们上调全年毛利率展望。我们对于公司的估值预期没有变更，维持买入评级，目标价46.32美元。

- **一季度亏损收窄至人民币4.51亿元。**公司一季度收入端（人民币80亿，同比增长481.8%）增速显著快于汽车销售量，主要受较高的销售均价（人民币36.92万元，同比/环比分别增长12.8%/3.8%）所驱动。运营开支大致维持稳定，主要因研发开支以及销售和行政开支尚未开始加速扩张。受公司一季度可转债转股所致，利息费用录得一次性跃升。业务亏损自去年4季度亏损人民币14亿，显著收窄至1季度亏损人民币4.51亿。公司一季度因回购蔚来中国股份，兑现非控股权益亏损达44亿元。
- **汽车销售毛利率是一季度的亮点。**公司一季度汽车销售毛利环比再度扩张2.3个百分点至21.2%，显著超出我们预期。管理层对较好的毛利表现亦感惊讶，并将较好的毛利表现归因于1) 消费者对于100度电池包及NIO Pilot选装包的需求推升了销售均价；以及2) 随着汽车销量的提升运营杠杆显著增加。展望未来，管理层认为运营杠杆的提升将显著超出材料价格上涨所带来的压力，并预期2021年余下时间汽车销售毛利率将维持稳定水平。
- **芯片供应仍将带来挑战。**蔚来在一季度/4月份分别交付了20,060/7,102辆新能源汽车。在3月份因芯片供应短缺带来了5天的暂时性停产以后，管理层认为芯片供应仍将在2季度带来挑战，并预期情况将自3季度开始逐步获得缓解。对于未来销量展望，公司新车订单情况良好，但受芯片供应紧缺所致，2季度的销量指引仅为2.1-2.2万辆。
- **ET7交付进展如期。**蔚来在高端轿车项目，ET7的研发进展顺利。公司计划在2022年一季度量产交付。根据管理层介绍，第一辆ET7已在4月份下线，并且在固态电池的研发如期进展。我们预期公司的研发开支节奏将自2季度开始加速。
- **维持买入评级，目标价维持46.32美元。**根据蔚来一季度表现，我们将全年毛利表现列为上调。我们的估值逻辑维持不变，对2025年汽车及服务收入分别给予6/25倍市销率并折现。

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	33,069	47,224	63,329
同比增长(%)	58	108	103	43	34
净利润(百万元人民币)	(11,413)	(5,611)	(8,791)	(3,256)	(695)
每份ADS盈利(元人民币)	(11.08)	(4.74)	(5.48)	(1.98)	(0.42)
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	不适用	(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)	53.6	25.8	12.7	8.9	6.6
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(171)	(10)	(5)	(5)	(2)
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\$ 46.32
(目标价)	US\$ 46.32)
潜在升幅	+16.3%
当前股价	US\$ 39.84

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)	65,279
3月平均流通量(百万美元)	4,078
52周内股价高/低(美元)	66.99/2.88
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%

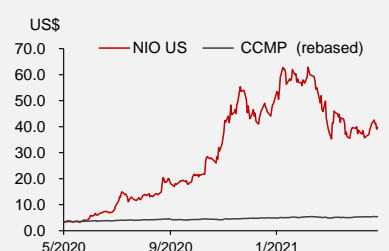
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.5%	-3.0%
3-月	-28.6%	-30.4%
6-月	19.6%	-6.2%
12-月	1152.8%	672.1%

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

财务分析

利润表

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	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
夹层權益	1,456	4,691	4,691	4,691	4,691
股東權益/(赤字)	(6,300)	27,169	18,378	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)	-	-	-	-	-
每股賬面價值 (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。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银国际证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。招银国际证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银国际证券编写，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法律责任。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。招银国际证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责任。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，未经招银国际证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国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证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 (招银国际证券G) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。招银国际证券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。招银国际证券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，则招银国际证券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责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系招银国际证券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。