

2022-07-13

股票

美国

公司点评

公司报告

12 个月评级

中性

股价 (7 月 12 日收市价 | 盘后价) 20.87 | 20.86 美元

12 个月目标价 19.56 美元

股票代码 **RIC:** NIO.N **BBG:** NIO US

升跌幅 -6.70% | -6.65%

目标市值 2, 176 亿人民币

目标企业价值 2, 314 亿人民币

已发行股数 (百万) 1, 661.75

流通股数 (百万) 1, 522.03 (93.4%)

市盈率(12/22E) N/A

52 周价格幅度 11.67 - 47.38 美元

主要财务数据

(人民币)	12/21	12/22E	12/23E
收入(百万元)	36,136	58,007	69,300
增长	122.3%	60.5%	19.5%
每股盈利(元)	-6.72	-1.68	-1.08
增长	N/A	N/A	N/A
资本回报率	N/A	N/A	N/A
股本回报率	N/A	N/A	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A
市账率(倍)	2.8	1.7	1.1

蔚来汽车 (NIO.US)

蔚来要输出自身换电经验了吗?

● 武汉蔚能与江淮及吉利旗下品牌等签署 BaaS 合作协议

7 月 12 日, 蔚来汽车电池资产管理公司武汉蔚能, 与包括江淮汽车集团(JAC)的思皓新能源、吉利商用车集团阳光铭岛、泽清新能源、招银云创、中保研等产业链上下游企业签署 BaaS 服务合作协议。内容包含电池资产管理解决方案 (BA)、锂解数据智能管理解决方案 (LS)、资源循环解决方案 (BRC) 等蔚能 BaaS 服务的各部分。

● 武汉蔚能电池资产有限公司: 公司是一家新能源汽车电池管理服务商, 提供服务包括车电分离、电池租用及可充可换可升。用户在购车时可选择租用不同容量的电池包并按月支付费用, 享受换电服务和电池升级服务。根据蔚来汽车 (NIO US) 2021 年财报显示, 公司实益拥有武汉蔚能电池资产有限公司 (Wuhan Weineng Battery Asset Co., Ltd) 约 19.8% 的股权。

● 战略合作范围在电池管理、估值及运营。蔚能是次合作方包括车企、公交车换电站运营商、融资方案机构、保险公司及产业数据中心。根据公开资讯, 合作内容层面围绕电池管理 (包括重卡车)、公共出行领域的业务模式、企业融资方案、电池价值评估体系 (健康状况及残余价值 “residual value” 评估、保险业评估电池价值估值法及风控等。

恒大证券研究中心:

高级分析师

纪承祚

Marco KEI

852 3550 6864

marco.kei@gisf.hk

● **满足市场 3 大需求, 变现换电模式经验价值。** 蔚能的战略合作版图满足了市场三大需求: 1) 对于运营换电站的企业而言, 扩张规模时的资本开支的融资需求; 2) 电池的资产管理包括估值与风控的财务需求; 3) 租出电池后企业客户及用户需要的保险。蔚能这布局或能进一步完善动力电池租赁与运营市场体系, 更可能以动力电池解决方案提供商的身份以变现蔚来 (NIO US) 在换电业务经营多年获得的经验。

● **投资建议:** 我们认为这次合作有助推动长远换电及电池租赁模式的发展与价值变现。不过由于行业目前仍然处于开拓前期, 故我们维持对于蔚来汽车 (NIO US) 的目标价 19.56 美元及中性评级不变。

- **风险因素:** 1) 车电分离模式发展不符预期; 2) 换电行业竞争激烈令公司未能获得业务增长; 3) 动力电池统一化优势更大可能在于制造商龙头如宁德时代。

公司财务数据:

损益表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	7,825	16,258	36,136	58,007	69,300	127,586
销售成本	-9,024	-14,385	-29,315	-46,646	-54,470	-97,434
毛利	-1,199	1,873	6,821	11,361	14,830	30,152
SG&A	-5,452	-3,932	-6,878	-8,121	-9,702	-17,862
R&D	-4,429	-2,488	-4,592	-5,801	-6,930	-12,759
其他	-	-61	152	-	-	-
EBIT	-11,079	-4,608	-4,496	-2,561	-1,802	-468
净利息收入	-210	-259	274	-53	188	215
分担被投资方的损益	-64	-66	63	-172	-172	-172
其他收入净额	66	-365	185	185	185	185
除税前利润	-11,288	-5,298	-3,975	-2,601	-1,601	-240
税款	-8	-6	-42	-19	-22	178
净利润	-11,296	-5,304	-4,017	-2,619	-1,624	-62
基本 EPS (元)	-11.08	-4.74	-6.72	-1.68	-1.08	-0.14
EBITDA	-9,396	-3,326	-2,788	-1,228	392	2,387

资产负债表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金和现金等价物	990	38,426	15,334	42,727	84,479	161,992
A/R	1,403	1,293	4,387	6,096	6,978	11,532
存货	890	1,082	2,056	3,539	4,215	7,709
其他	1,773	5,407	41,864	40,034	40,613	43,604
流动资产	5,055	46,207	63,641	92,396	136,285	224,837
不动产,厂房及设备	5,533	4,996	7,400	14,096	17,195	18,169
长期投资	115	300	3,059	3,059	9,768	17,454
其他	4,006	3,139	8,783	6,132	6,434	6,752
非流动资产	9,654	8,435	19,242	23,287	33,397	42,375
总资产	14,709	54,642	82,884	115,683	169,682	267,212

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
短期借貸	886	1,550	5,230	-	25	25
A/P	3,421	6,713	13,326	20,802	24,071	42,494
其他	5,192	5,713	10,642	11,225	11,570	12,148
流動負債	9,499	13,976	29,198	32,027	35,666	54,668
長期貸款	7,155	5,938	9,739	25	-	-
其他	2,750	2,865	5,883	5,858	5,858	5,858
非流動負債	9,905	8,803	15,622	5,883	5,858	5,858
總負債	19,404	22,780	44,820	37,910	41,524	60,525
歸屬控股股東權益	(6,173)	27,169	34,710	74,419	124,804	203,333
少數股東權益	1,478	4,693	3,354	3,354	3,354	3,354
權益總額	(4,695)	31,862	38,064	77,773	128,158	206,686

現金流報表*	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
營業現金流量	(8,555)	1,951	1,966	6,006	5,989	26,447
淨利潤	(11,287)	(5,299)	(4,017)	(2,619)	(1,624)	(62)
減值與折舊	1,521	1,546	2,352	1,333	2,194	2,855
非現金項目	332	903	(2,844)	(2,797)	1,003	(559)
非現金運營資本改變	879	4,801	6,476	10,089	4,415	24,213
投資活動現金流量	3,382	(5,071)	(39,765)	27,577	36,154	52,175
資本開支	(1,707)	(1,128)	(4,079)	(3,829)	(5,293)	(3,829)
其他	5,089	(3,943)	(35,686)	31,406	41,447	56,004
資本開支占收入比	21.8%	6.9%	11.3%	6.6%	7.6%	3.0%
	-	-	-	-	-	0
融資活動現金流	3,095	41,357	18,129	(6,189)	(391)	(1,108)
股息	-	-	-	-	-	-
增發及回購股份	51	155	12,822	-	-	-
淨增發與回購債項	3,044	3,677	13,208	(6,189)	(391)	(1,108)
其他活動	-	37,525	(7,901)	-	-	-
現金和現金等价物的淨變化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
年初結余	3,224	990	38,545	15,334	42,727	84,479
年度淨變化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
外匯影響	10	(682)	(501)	-	-	-
年末現金和現金等价物	990	38,426	15,334	42,727	84,479	161,992

*以上報表以人民幣百萬元表示

比率分析	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	-15.3%	11.5%	18.9%	19.6%	21.4%	23.6%
EBITDA 利润率	-120.1%	-20.5%	-7.7%	-2.1%	0.6%	1.9%
EBIT 利润率	-141.6%	-28.3%	-12.4%	-4.4%	-2.6%	-0.4%
净利率	-144.4%	-32.6%	-11.1%	-4.5%	-2.3%	0.0%
股权回报率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.1%
资产回报率	N/A	N/A	N/A	N/A	-1.3%	-0.1%
SG&A / 收入	69.7%	24.2%	19.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净负债 / 权益	N/A	35.8%	28.9%	7.4%	3.7%	1.8%
净负债/ EBITDA	N/A	N/A	N/A	-469.4%	1201.6%	153.2%
收入/ 资产 (X)	53.2%	29.8%	43.6%	50.1%	40.8%	47.7%
资产 / 权益 (X)	-313.3%	171.5%	217.8%	148.7%	132.4%	129.3%
利息覆盖倍数(X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
税率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25%
收入年增长率	58.0%	107.8%	122.3%	60.5%	19.5%	84.1%
EBITDA 年增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS 年增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
估值	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/BV (X)	N/A	3.3	2.7	2.8	1.7	1.1
EV/EBITDA (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	590.5	96.9
股息殖利率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999