

股票

美国

业绩前瞻

公司报告

## 12 个月评级

中性(维持)

股价(9月1日收市价 盘后价)	18.79   18.71 美元
12个月目标价	19.56 美元(不变)
股票代码	RIC: NIO.N BBG: NIO US
目标升跌幅(%)	+4.10   +4.54
市值	314 亿美元
企业价值	276 亿美元
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 - 44.27 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

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

## 蔚来汽车(NIO.US)

## 1H22E 前瞻, 亏损扩大并静待后续交付爬坡

- 2022 年初中国车企经营环境受到疫情爆发而一度陷入停产局面的, 加上间断的防疫措施及消费情绪低落, 行业面临重大挑战。截至目前, 蔚来公司 2022 年起连续 7 个月录得自 2020 年来最低的交付量同比增长, 今年 4 月公司交付量更同比-28.6%。受交付量增长放缓影响, 预料公司 1H22E 中报营收同比+7.8%。另外预料二季度汽车销售毛利率微降, 1H22E 整体毛利率约 13.6%。不过, 由于蔚来产品价格带定位中高端, 相信汽车消费刺激政策部分在 6 月底退出的影响相对于其他定位较低的车企较轻, 加上公司 8 月开始交付新车型 ES7 及预料 ET5 在本月底开展交付, 未来交付量有望持续爬坡。

- 预料 1H22 营收增速放缓, 毛利率收窄及运营亏损扩大:** 蔚来汽车 2022 年上半年于造车新势力中表现逊色, 同比增幅水平也是近年新低点, 预料公司 1H22E 营收只有 17,708 百万元人民币, 同比+7.78%, 整体毛利率为 13.6%(1H21 为 19%), 运营利润率为 -23.5%(1H21 为 -6.45%), 受公司近数个季度研发投入与销售开支占营收比有持续上升的趋势延续至 1Q22 及 2Q22E 所致。

- 1Q22 交付量靠 ES6 支撑:** 1Q22 公司整体新车交付量环比微升 2.3%, 同比+27.6%。当中公司第一款推出的车款 ES8 交付量环比-23.6%, 同比-3.9%, 而 ES6 交付量环比+11.8%, 同比+68.4%, EC6 同比及环比交付量微增。季度期间 ES6 为公司提供了共 13,620 台的交付量。另外, 1Q22 只覆盖了 ET7 交付的首个月, 期后 ET7 交付持续攀升, 6 月单月已交付 4,349 台新车, 仅仅次于 ES6 表现。展望 8-9 月交付新车款 ES7 及 ET5, 下半年整体交付量持续修复。

- 投资建议:** 公司目前发展符合预期, 维持目标价 19.56 美元/ADS 及中性评级。

- 风险因素:** 1) 中国疫情爆发; 2) 公司铸件供应供应不足限制 ET7(销量担当) 及 EC6 等车款产能扩张能力

2022-09-02

**业绩预估:**

百万元人民币	1Q22	2Q22E
汽车及相关营收	9,244	7,370
其他销售营收	667	427
销售成本 (汽车及相关)	7,571	6,265
销售成本 (其他)	893	572
毛利润	1,447	960
毛利率(%)	14.5	12.3

  

	1H21	1H22E
总营收	16,430	17,708
同比增长率(%)		7.78
毛利率(%)	19.0	13.6
运营利润率(%)	-6.45	-23.5

**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
<b>毛利</b>	-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
<b>净利润</b>	-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
<b>流动资产</b>	<b>5,055</b>	<b>46,207</b>	<b>63,641</b>	<b>92,396</b>	<b>136,285</b>	<b>224,837</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>9,654</b>	<b>8,435</b>	<b>19,242</b>	<b>23,287</b>	<b>33,397</b>	<b>42,375</b>
<b>总资产</b>	<b>14,709</b>	<b>54,642</b>	<b>82,884</b>	<b>115,683</b>	<b>169,682</b>	<b>267,212</b>

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
短期借贷	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
<b>流动负债</b>	<b>9,499</b>	<b>13,976</b>	<b>29,198</b>	<b>32,027</b>	<b>35,666</b>	<b>54,668</b>
长期贷款	7,155	5,938	9,739	25	-	-
其他	2,750	2,865	5,883	5,858	5,858	5,858
<b>非流动负债</b>	<b>9,905</b>	<b>8,803</b>	<b>15,622</b>	<b>5,883</b>	<b>5,858</b>	<b>5,858</b>
<b>总负债</b>	<b>19,404</b>	<b>22,780</b>	<b>44,820</b>	<b>37,910</b>	<b>41,524</b>	<b>60,525</b>

归属控股股东权益	(6,173)	27,169	34,710	74,419	124,804	203,333
少数股东权益	1,478	4,693	3,354	3,354	3,354	3,354
<b>权益总额</b>	<b>(4,695)</b>	<b>31,862</b>	<b>38,064</b>	<b>77,773</b>	<b>128,158</b>	<b>206,686</b>

现金流报表*	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业现金流量</b>	<b>(8,555)</b>	<b>1,951</b>	<b>1,966</b>	<b>6,006</b>	<b>5,989</b>	<b>26,447</b>
净利润	(11,287)	(5,299)	(4,017)	(2,619)	(1,624)	(62)
减值与折旧	1,521	1,546	2,352	1,333	2,194	2,855
非现金项目	332	903	(2,844)	(2,797)	1,003	(559)
非现金运营资本改变	879	4,801	6,476	10,089	4,415	24,213
<b>投资活动现金流量</b>	<b>3,382</b>	<b>(5,071)</b>	<b>(39,765)</b>	<b>27,577</b>	<b>36,154</b>	<b>52,175</b>
资本开支	(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
资本开支占收入比	21.8%	6.9%	11.3%	6.6%	7.6%	3.0%
	-	-	-	-	-	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,095</b>	<b>41,357</b>	<b>18,129</b>	<b>(6,189)</b>	<b>(391)</b>	<b>(1,108)</b>
股息	-	-	-	-	-	-
增发及回购股份	51	155	12,822	-	-	-
净增发与回购债项	3,044	3,677	13,208	(6,189)	(391)	(1,108)
其他活动	-	37,525	(7,901)	-	-	-

现金和现金等价物的净变化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
年初结余	3,224	990	38,545	15,334	42,727	84,479
年度净变化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
外汇影响	10	(682)	(501)	-	-	-
<b>年末现金和现金等价物</b>	<b>990</b>	<b>38,426</b>	<b>15,334</b>	<b>42,727</b>	<b>84,479</b>	<b>161,992</b>

\*以上报表以人民币百万元表示

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
<b>估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
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](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999