

股票

美国

业绩覆盖

**公司报告**

## 12 个月评级

卖出(下调)

前评级: 中性

股价(9月8日收市价 盘后价)	17.68   17.69 美元
12个月目标价	12.53 美元(下调)
	前目标价: 19.56 美元
股票代码	RIC: NIO.N BBG: NIO US
目标涨跌幅(%)	-29.13   -29.17
市值	295 亿美元
企业价值	267 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)	-
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	60,321	109,766
增长(%)	122.3	60.5	19.5
每股盈利(元)	-6.72	-9.58	-17.09
增长(%)	-	-	-
资本回报率(%)	-	-	-
股本回报率(%)	-	-	-
股息率(%)	-	-	-
市盈率(倍)	-	-	-
市账率(倍)	3.8	2.2	1.5

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)

亏损远超预期,资本与营运开支未见收窄势头

## 业绩覆盖:

蔚来公布了2022季绩:总营收为10,292.4百万元人民币,同比+21.8%,32.0%/5.0%高于我们/彭博市场预测;毛利率为13.0%,大致符合我们/彭博市场预期的12.3%/12.4%。受二季度动力电池成本上涨影响,当季汽车毛利率为16.7%,同比/环比-3.6/-1.4个百分点。季度运营亏损为2,845.6百万元人民币,相当于-27.6%的运营利润率,运营亏损43.5%/17.3%高于我们/彭博市场预期。亏损急增的理由是按年快速攀升的研究与开发开支/销售及行政费用拖累整体运营利润率,相关开支2022为2,149.5/2,282.5百万元人民币,按年+143.2%/52.4%。归属于母公司拥有人亏损为2,757.5百万元人民币,34.3%高于彭博市场预测,亏损按年增369.6%。综合上半年数据,蔚来1H22营收为20,203百万元人民币,同比+23.0%,毛利率为13.8%,比1H21下跌5.2个百分点,运营利润率为-22.1%,比去年同期扩大16个百分点。

公司近期交付状况符合预期,2022交付了25,059辆车,同比+14.4%。截至近期交付量初步修复,7月和8月交付量分别达到10,052和10,677台。公司期望下半年交付量在NT2.0平台下新车款如ES7(8月28日已开始交付)及ET5(9月9日起确认订单,预计首批9月30日交付)的带动下,以及近期升级版ES8、ES6及EC6推出下有望获得提振。公司预期3Q22的交付量为31,000至33,000台。

## 业绩会议要点:

- **ET5生产情况:**8月底新桥工厂第一批ET5试制车下线,计划于本月开始量产。3Q22起公司已于新桥产业园第2工厂启动ET5量产工装和准备工作,该工程目前全面投入生产ET5。预料4Q22迎来ET5交付高峰,每月创新高。
- **销售网点与补能网络继续扩张:**目前公司共有395家蔚来中心及蔚来空间覆盖全球149个城市、263个服务与交付中心覆盖全球151城市;补能方面,公司网络覆盖五纵三横高速公路及中国4个都市区范围,共建设1,094个换电站及1,873个充电站(提供5,341根超充桩、5,466目的地充

充电桩及超过 560,000 个第三方充电桩。

- **ET7 将会于 8 月于欧洲交付：**包括德国、荷兰、丹麦及挪威。
- **管理层指出疫情影响可控：**公司预料国家在 3-4 月疫情及上海地区获得的经验令本次疫情反弹对产业链的影响更可控。
- **已与大型铸造供应商联系：**早前因为巨型铸件良率低于预期令生产受限。公司现已采取多项措施提高巨型铸件的良率，并派十几名工程师到供应商提高良率，初步已见成效。管理层指出新的铸件合作伙伴已为情况提供初步缓解，预料十月可以解决产能问题，并对公司完成下半年交付目标 10 万台。
- **150kwh 电池组推出将延期：**管理层指出 150kwh 电池组 4Q22 不会服役，半固态电池技术还在准备中，预料要延迟几个月。

- **估值与投资建议：**

基于蔚来的商业模式及未来现金流预期，下调目标价至 12.53 美元/ADS 及下调评级至卖出评级。观点如下：

- 1) **ET5 很可能分薄 ET7 未来销量：**ET5 与 ET7 两者均为中型或以上轿车，动力性能及智能化接近，但 ET5 比 ET7 的 MSRP 平均低 14.6 万元人民币。
- 2) **我们乐意见到公司往下拓宽产品价格段，但碍于公司目前未能提供第三个品牌大众化车型的详细资讯与定位，未来产品表现依然不确定。**从策略本身考虑，由较高端往下拓宽产品价格段将面临潜在困境：削弱高端品牌形象及附带溢价减低未来产品阵列 ASP，以价换量，情况很可能将虚弱公司未来的盈利能力。
- 3) **公司模式与新势力类近，以拓宽销售、服务及充电网络为手段。**但是蔚来同时要建设充电站及换电站，并将其补能网络拓展至欧洲以作为进入市场的其中一个手段，在回报未明的情况下已大规模的消耗资本开支 (CAPEX)，削弱公司未来自由现金流水平。
- 4) **公司提高研发投入，2Q22 研究与开发营收比达到 20.9%，环比 +2.1 个百分点。**公司指出将会以第三代平台 (NT3.0) 打造未来大众化车型，智能化路线很可能在未来继续令研究与开发投入相对营收维持高占比。加上公司持续拓宽市场，销售与管理开支相对营收比例预料维持较高水平。相信公司运营开支 (OPEX) 相对营收比例短期收窄的可能性较微，运营利润率改善难言乐观。
- 5) **交付改善难脱离公司商业模式潜在问题，对短期成本维持审慎**

**态度:** 虽然 7 及 8 月公司交付量明显改善, 铸件不足问题逐步透过新供应商合作下逐步缓解。但是我们对公司 3Q22 及 4Q22 汽车毛利率保持审慎态度, 新供应商的加入及公司参与协助提高良率很可能为未来成本带来不确定性。目前公司下半年交付情况乐观, 受惠于 ET5 开始交付的支持。公司开发 NT3.0 及开拓海外市场, 当季加大了研发投入及销售与行政投入, 预料相关开支将会维持相对高水平至分别 2023 及 2025 年, 预料公司亏损持续,

- **风险因素:** 1) 中国疫情爆发; 2) 公司铸件供应供应不足限制产能扩张能力

### DCF 估值:

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
息税前利润	-15,685,449	-28,398,569	-29,450,205	-15,566,977	-8,819,962	7,701,840	12,775,054	46,413,871	75,171,529	127,374,206
税款	-136,826	-22,491	7,423,561	3,945,297	2,249,875	-1,896,173	-3,181,225	-11,603,063	-18,806,051	-31,871,903
<b>息前利润</b>	<b>-15,822,276</b>	<b>-28,421,060</b>	<b>-22,026,644</b>	<b>-11,621,680</b>	<b>-6,570,087</b>	<b>5,805,667</b>	<b>9,593,829</b>	<b>34,810,808</b>	<b>56,365,478</b>	<b>95,502,302</b>
折旧与摊销	1,333,040	2,194,010	2,855,283	3,511,532	4,161,647	4,778,990	4,717,100	4,855,158	4,926,528	5,504,434
净营运资金前	5,024,834	10,637,184	10,327,894	-1,486,006	14,204,280	20,480,911	33,091,946	54,397,751	92,927,317	161,675,251
后期变动数										
资本开支	-3,829,479	-5,293,101	-3,829,479	-6,828,705	-6,495,261	-3,496,034	-6,495,261	-6,161,817	-6,161,817	-6,161,817
<b>自由现金流</b>	<b>-13,293,881</b>	<b>-20,882,967</b>	<b>-12,672,945</b>	<b>-16,424,858</b>	<b>5,300,579</b>	<b>27,569,534</b>	<b>40,907,615</b>	<b>87,901,901</b>	<b>148,057,506</b>	<b>256,520,171</b>
永续增长率 (%)				8.0						
WACC (%)				19.20						
<b>每股股价 (美元)</b>				<b>12.53</b>						

### 公司财务数据:

损益表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	7,825	16,258	36,136	60,321	109,766	163,740
销售成本	-9,024	-14,385	-29,315	-50,525	-94,919	-140,299
<b>毛利</b>	<b>-1,199</b>	<b>1,873</b>	<b>6,821</b>	<b>9,796</b>	<b>14,847</b>	<b>23,441</b>
SG&A	-5,452	-3,932	-6,878	-13,198	-20,893	-27,836
R&D	-4,429	-2,488	-4,592	-12,284	-22,353	-25,055
其他	-	-61	152	-	-	-
EBIT	-11,079	-4,608	-4,496	-15,685	-28,399	-29,450
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	-15,725	-28,198	-29,222
税款	-8	-6	-42	-19	-22	7,424
<b>净利润</b>	<b>-11,296</b>	<b>-5,304</b>	<b>-4,017</b>	<b>-15,744</b>	<b>-28,220</b>	<b>-21,799</b>
<b>基本 EPS (元)</b>	<b>-11.08</b>	<b>-4.74</b>	<b>-6.72</b>	<b>-9.58</b>	<b>-17.09</b>	<b>-13.22</b>
EBITDA	-9,396	-3,326	-2,788	-14,352	-26,205	-26,595

<b>资产负债表*</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
现金和现金等价物	990	38,426	15,334	31,720	66,437	124,225
A/R	1,403	1,293	4,387	6,277	10,140	14,357
存货	890	1,082	2,056	3,858	6,995	10,396
其他	1,773	5,407	41,864	40,152	42,689	45,459
<b>流动资产</b>	<b>5,055</b>	<b>46,207</b>	<b>63,641</b>	<b>82,008</b>	<b>126,261</b>	<b>194,436</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>105,295</b>	<b>159,658</b>	<b>236,812</b>

	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
短期借贷	886	1,550	5,230	-	25	25
A/P	3,421	6,713	13,326	22,769	43,114	63,829
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>33,994</b>	<b>54,710</b>	<b>76,003</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>39,877</b>	<b>60,567</b>	<b>81,861</b>

归属控股股东权益	(6,173)	27,169	34,710	62,064	95,737	151,597
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>65,417</b>	<b>99,091</b>	<b>154,951</b>

<b>现金流报表*</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
营业现金流量	(8,555)	1,951	1,966	(5,001)	(1,046)	6,722
净利润	(11,287)	(5,299)	(4,017)	(15,744)	(28,220)	(21,799)
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)	(2,875)	(281)	(414)
非现金运营资本改变	879	4,801	6,476	12,285	25,261	26,079

	-	-	-	-	-	-
<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%	6.3%	4.8%	2.3%
<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)	16,386	34,717	57,788
年初结余	3,224	990	38,545	15,334	31,720	66,437
年度净变化	(2,078)	38,237	(19,670)	16,386	34,717	57,788
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>31,720</b>	<b>66,437</b>	<b>124,225</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%	16.2%	13.5%	14.3%
EBITDA 利润率	-120.1%	-20.5%	-7.7%	-23.8%	-23.9%	-16.2%
EBIT 利润率	-141.6%	-28.3%	-12.4%	-26.0%	-25.9%	-18.0%
净利率	-144.4%	-32.6%	-11.1%	-26.1%	-25.7%	-13.3%
股权回报率	-	-	-	-	-	-17.3%
资产回报率	-	-	-	-	-21.4%	-11.1%
SG&A / 收入	69.7%	24.2%	19.0%	21.9%	19.0%	17.0%
净负债 / 权益	-	35.8%	28.9%	8.8%	4.8%	2.4%
净负债/ EBITDA	-	-	-	-40.1%	-18.0%	-13.7%
收入/ 资产 (X)	53.2%	29.8%	43.6%	57.3%	68.8%	69.1%
资产 / 权益 (X)	-313.3%	171.5%	217.8%	161.0%	161.1%	152.8%
利息覆盖倍数(X)	-	-	-	-	-	-
税率	-	-	-	-	-	25%
收入年增长率	58.0%	107.8%	122.3%	66.9%	82.0%	49.2%
EBITDA 年增长率	-	-	-	-	-	-
EPS 年增长率	-	-	-	-	-	-
<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)	-	-	-	-	-	-

P/BV (X)	-	4.5	3.8	2.2	1.5	0.9
EV/EBITDA (X)	-	-	-	-	-	-
股息殖利率	-	-	-	-	-	-

---

## 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