

蔚来

产能如期释放；继续打造服务闭环

公司动态

公司近况

公司 1 月 3 日公布 2020 年 12 月销量数据：12 月销量 7,007 辆，同比+121%，环比+32.4%，月度交付量创历史新高。四季度销量 17,353 辆，同比+111%，环比+42.2%，超过公司此前指引。2020 年全年累计交付 43,728 辆，同比+113%。

同日，蔚来发布官方二手车业务。1 月 9 日，公司则将举办 NIO Day 2020，计划在活动中发布全新轿车车型与智能驾驶平台 NT2.0。

评论

12 月销量上破 7,000 辆，需求充足，产能如期释放。蔚来 12 月实现销量 7,007 辆，同环比分别大增 121% 和 32.4%。公司四季度完成销量 17,353 辆，同环比分别大增 111% 和 42.2%，超过公司此前 16,500-17,000 辆的季度交付指引。我们认为，公司在手订单充足，11 月交付增速放缓我们认为主要系产能爬坡较慢。公司在 3Q20 业绩会预计，2021 年 1 月份将实现全供应链产能 7,500 台/月。从 12 月数据看，产能如期释放。

官方二手车业务推出，实现拥车服务闭环。1 月 3 日，蔚来发布官方二手车业务 NIO Certified，宣布将通过自营方式运营官方二手车为用户提供服务。在二手车收购环节，蔚来将为用户提供“一口价”和评估报价服务。在销售环节，蔚来设定了严格的品控标准和官方二手车车况信息的透明可追溯。蔚来官方二手车拥有 1 年或 3 万公里原厂延保、免费 7kW 家用充电桩、终身免费道路救援、终身免费车联网，并同享 BaaS 电池租用服务。我们认为，蔚来二手车业务会帮助公司将直销和服务体系做到闭环，解决拥车周期里的卖车和置换环节，同时帮助提高用户黏性和复购率。

经营日益稳健，期待智能化+服务加速。如我们前期报告所述，2020 年，蔚来汽车走出至暗时刻，经营驶向正轨。12 月，公司完成 26.5 亿美元增发，充实了后续发展所需资金。公司在核心技术研发领域持续投入，并不断引领商业模式创新，先后推出了基于高精地图的领航辅助功能 NOP，100kWh 电池，电池租用服务 BaaS 等。同时，蔚来在 2020 年内新建换电站 49 座，超充站 80 座，为用户带来了更好的纯电出行体验。1 月 9 日，公司则将举办 NIO Day 2020，全新轿车车型与智能驾驶平台 NT2.0 同期发布。我们认为，后续蔚来将加大在智能化方面的投入，产品与服务持续提升可期。

估值建议

我们认为在新能源车渗透率快速提升的当下，Model Y 调价对于蔚来影响有限，新能源车企将携手并进。基于车型销售结构和息税项目变化，我们调整 2020/21 净亏损预测至 55.0/38.0 亿元，引入 2022 年净亏损预测 10.1 亿元。我们维持公司跑赢行业评级。基于分部估值法，我们上调公司硬件（车辆销售）和软件（智能驾驶）部分的市值，上调目标价 15% 至 60 美元，对应 23% 上行空间。

风险

后续销量不及预期，智能驾驶研发推进不及预期。

常菁

分析员

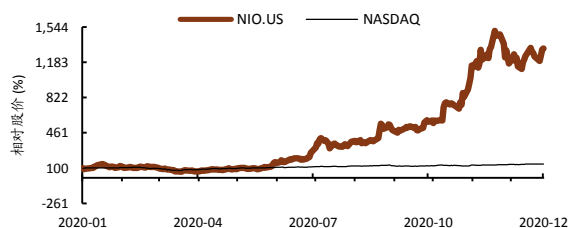
jing3.chang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080518110003

SFC CE Ref: BMX565

维持跑赢行业

股票代码	NIO.US
评级	跑赢行业
最新收盘价	美元 48.74
目标价	美元 60.00
52 周最高价/最低价	美元 57.20~2.11
总市值(亿)	美元 767
30 日日均成交额(百万)	美元 5,507.94
发行股数(百万)	1,573
其中：自由流通股(%)	N.A.
30 日日均成交量(百万股)	121.57
主营行业	汽车及零部件



(人民币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,825	15,223	32,546	53,213
增速	58.0%	94.5%	113.8%	63.5%
归属母公司净利润	-11,413	-5,500	-3,797	-1,009
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-11.08	-3.50	-2.32	-0.62
每股净资产	-6.12	13.85	10.98	10.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-8.47	-1.02	2.93	6.49
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
市净率	N.M.	24.4	30.8	32.6
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	500.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-68.3%	-15.1%	-5.9%	-1.3%
平均净资产收益率	-122.9%	-71.1%	-19.1%	-5.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

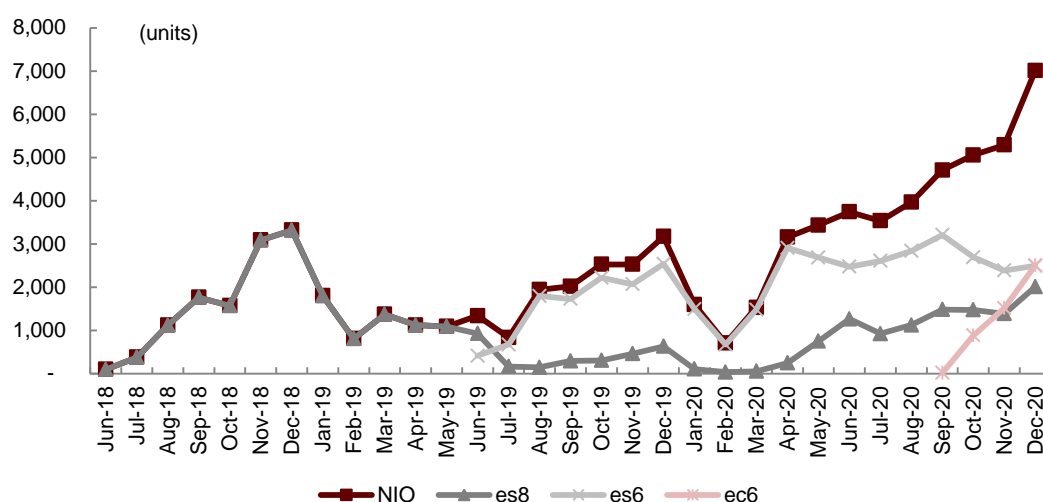
财务报表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	7,825	15,223	32,546	53,213	营业收入	58.0%	94.5%	113.8%	63.5%
营业成本	-9,024	-13,468	-26,837	-42,603	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
销售管理费用	-5,452	-3,980	-4,882	-6,386	EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
研发费用	-4,429	-2,879	-4,556	-5,321	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	-11,079	-5,104	-3,729	-1,097	毛利率	-15.3%	11.5%	17.5%	19.9%
财务费用	0	0	0	0	营业利润率	-141.6%	-33.5%	-11.5%	-2.1%
其他利润	2	-11	-9	-11	EBITDA 利润率	-122.2%	-25.3%	-6.4%	1.9%
利润总额	-11,288	-5,355	-3,653	-1,329	净利率	-145.9%	-36.1%	-11.7%	-1.9%
所得税	-8	-4	-3	-1	偿债能力				
净利润	-11,413	-5,500	-3,797	-1,009	流动比率	0.52	3.69	2.31	1.83
少数股东损益	117	141	141	-320	速动比率	0.43	3.63	2.19	1.73
非通用准则净利润	-11,413	-5,500	-3,797	-1,009	现金比率	0.10	3.36	1.90	1.42
EBITDA	-9,558	-3,844	-2,090	1,037	资产负债率	133.1%	48.8%	61.9%	70.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	945	46,579	49,720	57,419	回报率分析				
应收账款及票据	1,566	1,251	2,675	4,374	总资产收益率	-68.3%	-15.1%	-5.9%	-1.3%
存货	890	834	3,121	3,791	净资产收益率	-122.9%	-71.1%	-19.1%	-5.8%
其他流动资产	1,527	2,478	5,088	8,203	每股指标				
流动资产合计	4,928	51,142	60,605	73,785	每股净利润 (元)	-11.08	-3.50	-2.32	-0.62
固定资产及在建工程	5,533	4,248	4,887	5,415	每股净资产 (元)	-6.12	13.85	10.98	10.37
无形资产及其他长期资产	7	15	30	56	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	9,654	7,284	9,697	12,499	每股经营现金流 (元)	-8.47	-1.02	2.93	6.49
资产合计	14,582	58,426	70,302	86,285	估值分析				
短期借款	1,248	1,748	2,097	2,097	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
应付账款	3,112	5,535	11,029	17,508	市净率	N.M.	24.4	30.8	32.6
其他流动负债	5,139	6,565	13,081	20,766	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	500.2
流动负债合计	9,499	13,847	26,207	40,372	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	7,244	12,000	12,000	12,000					
非流动负债合计	9,905	14,680	17,338	20,475					
负债合计	19,404	28,527	43,545	60,847					
少数股东权益	1,478	8,119	8,760	8,439					
股东权益合计	-6,300	21,780	17,997	16,998					
负债及股东权益合计	14,582	58,426	70,302	86,285					
现金流量表									
税前利润	-11,288	-5,355	-3,653	-1,330					
折旧和摊销	1,521	1,259	1,639	2,134					
营运资本变动	3,503	2,494	6,817	9,838					
其他	-2,458	0	0	0					
经营活动现金流	-8,722	-1,602	4,804	10,643					
资本开支	-1,707	-1,530	-2,294	-2,687					
其他	5,089	-265	-227	-267					
投资活动现金流	3,382	-1,795	-2,521	-2,954					
股权融资	51	2,969	0	0					
银行借款	3,044	5,256	350	0					
其他	0	37,100	500	0					
筹资活动现金流	3,095	45,325	850	0					
汇率变动对现金的影响	10	10	10	10					
现金净增加额	-2,246	41,938	3,142	7,698					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

蔚来汽车是中国优质电动车市场的先驱。它在中国、美国、德国和英国设计，联合制造和销售智能、互联的优质电动汽车。公司参与电驱动系统、电池封装、其他组件的生产，提供丰富的换电选择以及其他增值服务。公司也积极推动下一代连接，自动驾驶和人工智能技术的创新。它重新定义了用户体验，旨在为用户提供全面、便捷、创新的计费解决方案和其他以用户为中心的服务产品。它的中文名称蔚来，意味着 Blue Sky Coming，反映了它对更加环保的未来的承诺。

图表 1: 蔚来汽车月度交付量



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整表

(百万元)	2020E			2021E			2022E
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	
营业收入	15,223	15,223	0.0%	32,122	32,546	1.3%	53,213
营业成本	13,468	13,468	0.0%	26,501	26,837	1.3%	42,603
研发费用	2,879	2,879	0.0%	5,782	4,556	-21.2%	5,321
销售及行政开支	3,980	3,980	0.0%	6,585	4,882	-25.9%	6,386
营业利润	-5,104	-5,104	N.M.	-6,746	-3,729	N.M.	-1,097
净利润	-3,569	-5,500	N.M.	-3,503	-3,797	N.M.	-1,009

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3: 蔚来汽车分部估值表

(百万元)	估值办法	数值, 2025e	估值 (倍)	对应市值
硬件 (车辆销售)	P/E	9,674	30	290,216
软件 (智能驾驶)	P/E	7,443	60	446,589
用车服务	P/S	5,489	20	109,777
合计目标市值				846,581
对应 2025 年目标价 (美元)				81
对应 2021 年目标价 (美元)				60

注: 折现率采用 8.0%; 资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	收盘价 12-31	市值(百万 美元)	财报货币	市盈率		市净率		市销率	
						2020A/E	2021E	2020A/E	2021E	2020A/E	2021E
600104.SH	上汽集团*	CNY	24.44	43,745	CNY	13.0	10.2	1.1	1.0	0.4	0.4
601238.SH	广汽集团*	CNY	13.29	18,189	CNY	18.9	14.3	1.6	1.5	2.4	2.1
601633.SH	长城汽车*	CNY	37.81	45,832	CNY	65.3	36.4	6.0	5.4	3.4	2.6
000625.SZ	长安汽车*	CNY	21.88	15,881	CNY	23.3	17.5	2.2	2.0	1.4	1.2
600418.SH	江淮汽车*	CNY	12.23	3,547	CNY	107.1	68.8	1.8	1.7	0.5	0.5
000550.SZ	江铃汽车*	CNY	20.64	1,968	CNY	39.9	32.7	1.6	1.6	0.6	0.5
600066.SH	宇通客车*	CNY	16.92	5,739	CNY	43.8	17.4	2.3	2.1	1.5	1.2
02333.HK	长城汽车*	HKD	26.60	45,839	CNY	40.8	22.8	3.8	3.4	2.1	1.6
02238.HK	广汽集团*	HKD	8.62	18,192	CNY	10.9	8.2	0.9	0.8	1.4	1.2
01114.HK	BRILLIANCE CHI*	HKD	7.06	4,595	CNY	4.0	3.8	0.7	0.6	9.0	9.8
200625.SZ	长安 B*	HKD	7.96	15,883	CNY	7.5	5.6	0.7	0.6	0.5	0.4
NIO.US	蔚来*	USD	48.74	76,660	CNY	N.M.	N.M.	24.4	30.8	34.9	16.3
LI.US	理想汽车(LI AUTO)*	USD	28.83	25,878	CNY	N.M.	N.M.	6.0	6.0	19.0	8.1
XPEV.US	小鹏汽车(XPENG)	USD	42.83	33,832	CNY	N.M.	N.M.	6.1	10.5	N.M.	40.7
TESLA.US	特斯拉	USD	705.67	668,905	USD	N.M.	314.8	41.6	41.6	23.1	21.5

注: 标*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据; 其余使用市场一致预期

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：蔚来汽车-US。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

