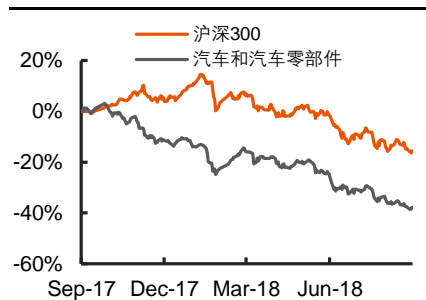


# 汽车及汽车零部件行业动态跟踪报告

## 蔚来：敲钟背后难掩焦虑

### 中性（维持）

行情走势图



### 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*售后业务较好平抑行业周期》  
2018-09-05

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*弱者淘汰、强者更强》  
2018-09-05

《行业快评\*汽车和汽车零部件\*销量实现高增长、盈利能力提升》  
2018-08-22

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\* 中控股中报启示录》  
2018-08-17

《行业动态跟踪报告\*汽车和汽车零部件\*淡季很淡，分化进一步加剧》  
2018-08-14

### 证券分析师

王德安 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

### 研究助理

肖潇 一般从业资格编号  
S1060118050036  
15000862289  
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

曹群海 一般从业资格编号  
S1060116080003  
021-38630860  
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- **造车新势力第一股，产品短板仍存。**北京时间9月12日，蔚来汽车以每股6.25美元发行价在纽交所上市，融资总额约10亿美元，截至9月14日晚，蔚来汽车市值达102亿美元。蔚来汽车在我国造车新势力中处于领先地位，公司效仿特斯拉从上到下的产品策略，主销车型ES8由江淮代工生产，但在续航里程上短板明显，或需依赖后续车型打开市场；截至8月底，ES8已交付1602台，还有14376台订单等待交付，提升产能为当务之急。
- **“烧钱”不止，未来支出将持续加大。**公司2016年、2017年和2018年上半年分别净亏损25.73亿元、50.21亿元、33.26亿元，亏损持续扩大。公司加大研发投入，研发人员占比达44%；蔚来欲以用户体验为核心，结合线下体验店与线上APP打造“蔚来生态”，致销售管理费用持续增加，2018年上半年达到17.3亿元。预计未来三年公司资本支出约17亿美元，其中固定资产投资主要为上海自有工厂建设6.5亿美元，短期或能保持正常运营。长期来看，研发费用与销售管理费用将趋于稳定，自有工厂的折旧摊销费用增加，与广汽、长安等的战略合作将加大固定资产投资。
- **蔚来或将实现夹缝求生。**传统车企迫于燃油车“包袱”，普遍采用递进的方式完成电动化转型。给蔚来汽车为首的造车新势力们提供了发展空间，汽车电动化架构大大简化，也降低了新势力进入门槛。相比国内其他造车新势力，蔚来汽车背后的资本力量最为雄厚，效仿特斯拉树立了高端的品牌形象，不断推出新品拓宽市场，体验店建设亦领先于其他新势力，通过布局充电桩、移动充电车、换电站的服务体系解决里程焦虑。
- **前路艰难，探索盈利之道。**尽管蔚来汽车已取得相对领先优势，但依然面临较大挑战。1、代工质量可能无法支撑其品牌定位。2、单一供应商风险。3、换电站与充电车普及难度较大。4、续航里程更高的ES6推出后可能降低ES8的产品吸引力。5、特斯拉国产将对蔚来形成较大冲击。6、限售股解禁后，早期股东可能抛售退场。7、预计公司将保持较高的研发和销售管理投入，短期费用难以下降。预计公司后续产品ES6、ET7、ES3推出后，即使乐观假设公司2025年实现10万年销量，则汽车销售营收将达到319亿元，若其他收入占8%，则总营收347亿元；研发费用率与销售管理费用率分别降至10%和14%，费用与毛利相当，即蔚来汽车盈亏平衡最快亦不会早于2025年。
- **风险提示：**1)产量爬坡不及预期。目前ES8周产量仅300辆，无法满足待交付的一万多辆订单，若江淮工厂产能爬坡不及预期，将对公司营收产生负面影响。2)新车型竞争力不足。不论传统整车厂还是其他造车新势力，都在抓紧推出新能源车型，新能源产能规划已过剩，竞争将越发激烈，若公司后续产品竞争力不足，将对公司产生巨大打击。3)资本支出超预期。目前公司保持高水平的研发投入，上海自有工厂尚在建设中，此外还要布局直营店、换电站、充电车等设施，若资本开支过大，将导致现金流枯竭。

# 正文目录

一、	<b>中国造车新势力第一股</b> .....	4
二、	<b>“烧钱”不止，未来支出将持续加大</b> .....	6
	2.1 注重研发，提升产品力 .....	7
	2.2 增加销售管理费用，改善用户体验 .....	8
	2.3 支出持续增长，资金尚可满足短期运营 .....	10
三、	<b>蔚来或将实现夹缝求生</b> .....	11
	3.1 没有传统车企的燃油车“包袱” .....	11
	3.2 品牌、产品、服务领先其他新势力 .....	12
	3.3 前路艰难，探索盈利之道 .....	13
四、	<b>风险提示</b> .....	15

## 图表目录

图表 1	蔚来汽车股权结构 单位：%	4
图表 2	蔚来汽车与特斯拉产品策略对比	5
图表 3	蔚来汽车与竞品车型对比	5
图表 4	ES8 待交付的不可撤销订单 单位：辆	6
图表 5	ES8 月度产销量 单位：辆	6
图表 6	蔚来汽车现金流情况 单位：亿元	7
图表 7	蔚来汽车与其他车企研发投入对比 单位：亿元	7
图表 8	蔚来汽车研发费用明细 单位：亿元	8
图表 9	蔚来汽车员工构成 单位：人	8
图表 10	开在同一个路口的蔚来汽车与特斯拉直营店	9
图表 11	蔚来汽车与其他车企销售行政及一般费用对比 单位：亿元	9
图表 12	蔚来汽车销售行政及一般费用明细 单位：亿元	10
图表 13	蔚来汽车季度净亏损 单位：亿元	10
图表 14	蔚来汽车季度销售管理与研发费用 单位：亿元	10
图表 15	传统车架构	11
图表 16	纯电动车架构	11
图表 17	主要造车新势力简要情况	12
图表 18	蔚来汽车产品规划	12
图表 19	蔚来汽车核心零部件供应商	13
图表 20	蔚来汽车股本结构 单位：亿股	14
图表 21	蔚来汽车 2025 年销量与收入测算	15
图表 22	蔚来汽车的长远目标：各项费用与利润占比 单位：%	15

## 一、中国造车新势力第一股

北京时间 9 月 12 日，蔚来汽车以每股 6.25 美元发行价在纽交所上市，首次公开发行 1.6 亿股，融资总额约 10~11.5 亿美元，截至 9 月 14 日晚，蔚来汽车收盘价 9.9 美元，市值达 102 亿美元。

**资本热捧的新势力领头羊。**蔚来汽车成立于 2014 年 11 月，在造车新势力大军中处于领先地位。董事长李斌也是易车网的创始人，蔚来联合创始人还包括刘强东（京东董事长）、李想（汽车之家创始人）、腾讯、高瓴资本、顺为资本等，并陆续引入了淡马锡、百度资本、红杉、厚朴、联想集团、华平、TPG、GIC、IDG、愉悦资本等数十家知名机构投资，截至 2018 年 6 月 30 日，蔚来股权融资已达 24.5 亿美元。

本次 IPO 后李斌持有蔚来 14.5% 的股份，腾讯和高瓴资本则分别持股 13.4% 与 6.4%。公司股份按投票权重分为 A、B、C 三级，李斌所持股份绝大部分为 C 级，拥有 48.3% 的投票权，所以仍为蔚来控股股东。

图表1 蔚来汽车股权结构 单位：%

	IPO 前股比	IPO 后股比	投票权占比
<b>主要管理层持股</b>			
李斌	17.2	14.5	48.3
秦立洪	1.2	1	0.4
Padmasree Warrior	1.4	1.1	0.5
<b>主要股东</b>			
Founder vehicles (法人股东)	17.2	14.5	48.3
腾讯	15.2	13.4	21.7
高瓴资本	7.5	6.4	2.7

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**蔚来汽车效仿特斯拉从上到下的产品策略。**蔚来首先打造一款小众高端的电动超跑 EP9，刷新了纽北最快量产车圈速纪录，赢得关注度并建立高端的品牌形象，然后推出定位中高端的电动大型 SUV ES8 以获取利润并积累经验。

除已发布的 EP9 和 ES8 外，蔚来汽车将于 2018 年底推出的一款中型 SUV ES6，并在 2020 年交付客户，其尺寸与售价均低于 ES8，通过降低电机功率、优化控制逻辑，ES6 续航里程可达到 500km。

蔚来首款轿车 ET7 预计将于 2020 年推出。此外，蔚来另一款紧凑型电动 SUV ES3 亦在开发中，随着产品性能提升与车型不断丰富，蔚来有望获取更多细分市场份额。

图表2 蔚来汽车与特斯拉产品策略对比



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

**细分市场具备性价比优势。**在大型 SUV 领域, ES8 的百公里加速度仅 4.4S, 不仅高于特斯拉和奥迪 Q7, 也高于主流紧凑 SUV 荣威 RX5 和比亚迪宋。在售价上, ES8 则远低于同尺寸的 Model X 和奥迪 Q7, 具备一定性价比优势。

**ES8 短板仍存, 或需依赖后续车型打开市场。**对比蔚来 ES8 与特斯拉 Model X, 二者均为全铝车身的 7 座 SUV, 车重相当, 均为 2.4 吨。蔚来 ES8 保留了进气格栅, 内外饰设计更接近传统汽车, 而 Model X 凭借超大前档玻璃, 超大中控显示屏, 鹰翼门等设计, 更具豪华感和未来感。ES8 在电机功率、加速方面比 Model X75D 更有优势, 但其续航里程 355km 显著低于 Model X75D 的 417km, 耗电量更是高达 21kwh/100km, 显示出蔚来 ES8 为提升操控性而在其他方面做出了牺牲。

蔚来 ES8 基于 Mobileye Eye 第四代芯片开发了 NIO Pilot 自动辅助驾驶系统, 该系统内含 24 项辅助驾驶技术, 达到 L2 级别自动驾驶, 这些辅助驾驶功能已经应用在许多传统燃油车上。

特斯拉通过 Autopilot 2.0 系统和英伟达的 DRIVE PX 2 主控单元已经能够实现最高级别的自动驾驶, 2018 年二季度, 特斯拉通过 OTA 升级降低了 Model 3 的刹车距离, 增强了“召唤”和 wifi 功能, 并为所有特斯拉车主提供了限制最高时速的可选功能。特斯拉通过持续收集车主反馈和使用习惯并升级汽车功能, 使其自动驾驶功能不断丰富并完善, 因此在自动驾驶方面特斯拉要比蔚来有更深厚的技术积累, 蔚来仍需依靠后续产品提升竞争力。

图表3 蔚来汽车与竞品车型对比

	蔚来	特斯拉	奥迪	奔驰	荣威	比亚迪 宋	荣威
	NIO - ES8	Model X 75D	Q7 (PHEV)(6)	AMG GLS 63	ERX5	EV300 SUV	Marvel X
型号	BEV	BEV	PHEV(2.0 L)	ICE	BEV	BEV	BEV
售价 (万元)	44.8	96.5	87.5	198.2	27.2	26.6	38.3
电机	异步交流	异步交流	永磁同步	N/A	永磁同步	永磁同步	永磁同步

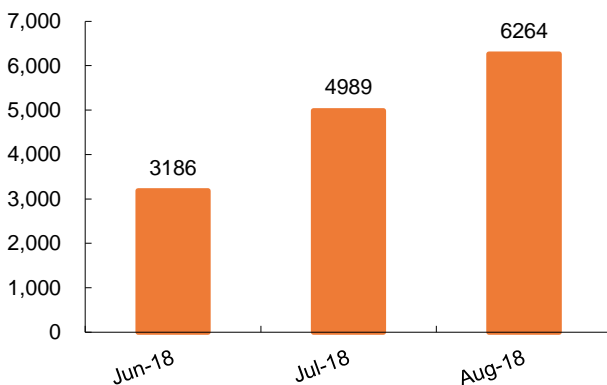
	蔚来 NIO – ES8	特斯拉 Model X 75D	奥迪 Q7 (PHEV)(6)	奔驰 AMG GLS 63	荣威 ERX5	比亚迪 宋 EV300 SUV	荣威 Marvel X
百公里加速 (S)	4.4	5.2	5.9	4.6	7.8	8.9	7.9
极速 (km/h)	200	210	228	250	135	140	170
电池容量(kWh)	70	75	17.3	N/A	48	48	52.5
最大扭矩(N.m)	840	660	700	760	255	310	410
最大功率 (kw)	480	386	270	430	85	160	137
综合续航里程 (km)	355	406	56	N/A	320	300	403
耗电量(kWh/km)	0.2	0.22	0.31	N/A	0.18	0.19	0.142
自动驾驶	Level 2+	Level 2+	Level 2	Level 2	Level 1	Level 1	Level 2(5)

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

截至 2018 年 8 月 31 日, 蔚来共生产 ES8 2399 台, 其中 6 月和 7 月两个月生产量总和 1103 台, 8 月产量已超过 6 月和 7 月总和, 目前 ES8 已交付 1602 台, 还有 14376 台订单等待交付, 其中不可撤销订单 6264 辆。从目前产量来看, 公司周产能仅 300 辆, 产能提升为当务之急。

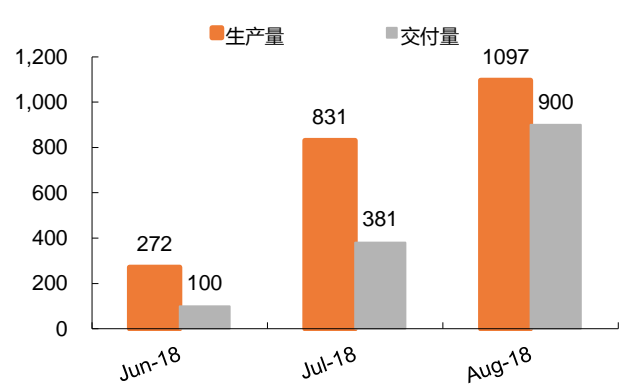
由于公司尚未取得生产资质, 目前 ES8 由江淮汽车合肥工厂代工生产。在三班倒的情况下年产能最高可达 12 万辆。公司正在建设上海自有工厂, 将作为后续车型的生产基地。截至 2018 年 7 月底, 蔚来江淮工厂共有员工 2056 人, 其中 150 人为蔚来员工, 其余为江淮员工, 蔚来员工主要担任生产中的监督管理、质量控制和培训岗位, 随着产能爬坡, 目前待交付的 ES8 订单预计可以在 6 个月之内完成生产, 未来的目标是在 21~28 天就完成这一规模订单的生产。

图表4 ES8 待交付的不可撤销订单 单位: 辆



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 ES8 月度产销量 单位: 辆



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 二、“烧钱”不止, 未来支出将持续加大

公司从成立到 2017 年均未产生收入, 2018 年上半年, 公司营收 0.46 亿元, 营业成本 1.99 亿元。其中, 2016 年、2017 年和 2018 年上半年分别净亏损 25.73 亿元、50.21 亿元、33.26 亿元。截至

6月30日，蔚来的现金及现金等价物已不足45亿元。因此，蔚来选择上市，一方面可以融到所需资金，另一方面，可以进一步加大品牌宣传，为早期投资人退出创造条件。

图表6 蔚来汽车现金流情况 单位：亿元

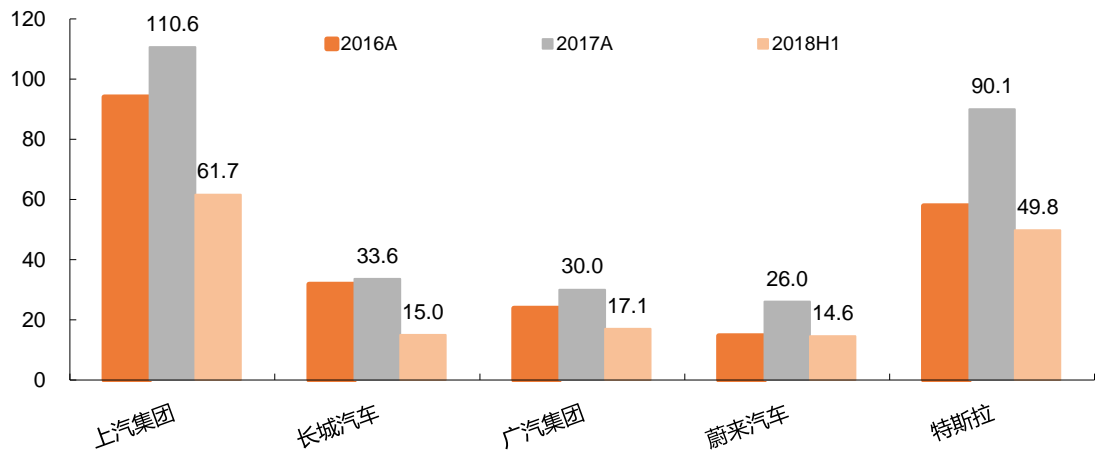
	2016A	2017A	2017H1	2018H1
经营活动现金净额	-22.0	-45.7	-21.3	-36.3
投资活动现金净额	1.2	-11.9	-17.2	-11.5
筹资活动现金净额	22.9	128.7	46.9	19.0
现金及现金等价物变动净额	2.5	69.3	8.2	-30.5
期初现金及现金等价物	3.5	6.0	6.0	75.3
期末现金及现金等价物	6.0	75.3	14.2	44.8

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 2.1 注重研发，提升产品力

依靠过往24.5亿美元的融资额，蔚来汽车持续加大研发投入。在2016年、2017年和2018年上半年，蔚来汽车研发投入分别为14.65亿元、26.03亿元和14.59亿元，研发投入不断加强，但相比特斯拉仍有较大差距。研发费用中占比最高的是设计开发费用和员工薪酬，这主要是由于近年来公司在中、美、德、英等多国设有设计或研发机构，研发人员数量持续增长，目前拥有产品研发相关员工3052名，占全部6993名员工的44%。

图表7 蔚来汽车与其他车企研发投入对比 单位：亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所



图表8 蔚来汽车研发费用明细 单位：亿元

	2016A		2017A		2017 上半年		2018 上半年	
	费用	占比	费用	占比	费用	占比	费用	占比
设计开发费用	9.5	64.8%	14.6	55.9%	5.4	52.1%	6.0	41.2%
员工薪酬	4.5	30.8%	10.4	38.6%	4.4	42.8%	7.5	51.1%
差旅费	0.3	1.8%	0.6	2.3%	0.2	2.3%	0.4	2.9%
折旧摊销	0.1	0.5%	0.4	1.5%	0.2	1.6%	0.4	2.5%
租金	0.1	0.7%	0.1	0.5%	0.0	0.5%	0.2	1%
其他	0.2	1.4%	0.3	1.2%	0.1	0.7%	0.2	1.3%
合计	14.7	100%	26.0	100%	10.3	100%	14.6	100%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 蔚来汽车员工构成 单位：人

<b>中国</b>	
销售服务	2,287
产品和软件开发	2,328
制造	802
管理	769
<b>美国加州</b>	
产品和软件开发	509
管理	37
<b>德国慕尼黑</b>	
产品和软件开发	148
管理	28
<b>英国</b>	
产品和软件开发	67
管理	18
<b>总计</b>	<b>6,993</b>

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 2.2 增加销售管理费用，改善用户体验

定位于以用户体验为核心，销售管理费用持续提升。2018 年上半年蔚来销售管理费用达到 17.3 亿元，由于蔚来在运营方式上效仿特斯拉直销模式，建立直营店增强客户体验，同时规避销售网络缺乏的短板，需承担比传统车企更多的销售费用，预计未来公司销售行政及一般费用支出仍将持续提高。

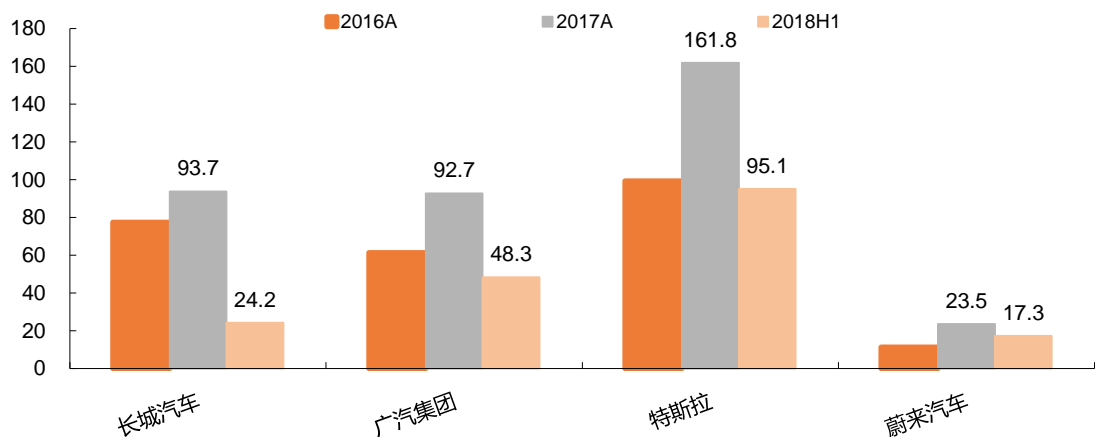


图表10 开在同一个路口的蔚来汽车与特斯拉直营店



资料来源:现场拍摄, 平安证券研究所

图表11 蔚来汽车与其他车企销售行政及一般费用对比 单位: 亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司销售行政及一般费中, 营销、租金与服务费用合计占比超过 35%, 主要用于线下体验店与线上 APP 的建设。2017 年 11 月, 蔚来第一家 NIO House 在北京开业, 目前在北京、上海各有两家, 南京、广州、深圳、杭州各有一家, 2018 年还将在西安、合肥、苏州、成都至少开 4 家 NIO House。店面增加同时带来销售服务人员增长, 目前公司销售服务人员达 2287 人, 占员工总数的 32.7%, 公司销售行政及一般费用中员工薪酬占比亦达到 46.1%。

图表12 蔚来汽车销售行政及一般费用明细 单位：亿元

	2016A		2017A		2017 上半年		2018 上半年	
	费用	占比	费用	占比	费用	占比	费用	占比
员工薪酬	4.7	41.6%	9.3	39.6%	4.0	41.5%	8.0	46.1%
营销广告费用	2.4	21.1%	5.2	22.3%	2.2	22.8%	2.6	15.3%
租金及相关费用	0.9	8%	2.2	9.2%	0.7	7.6%	1.7	10.1%
服务	1.3	11.7%	2.4	10.2%	1.2	12.5%	1.9	10.8%
折旧摊销	0.4	3.4%	1.3	5.5%	0.5	5.1%	1.1	6.2%
低价耗材	0.2	1.9%	1.1	4.9%	0.3	2.6%	0.6	3.4%
差旅费	0.3	2.9%	0.7	3%	0.2	2.5%	0.6	3.4%
其他	1.1	9.4%	1.3	5.3%	0.5	5.4%	0.8	4.7%
总计	11.4	100%	23.5	100%	9.6	100%	17.3	100%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 2.3 支出持续增长, 资金尚可满足短期运营

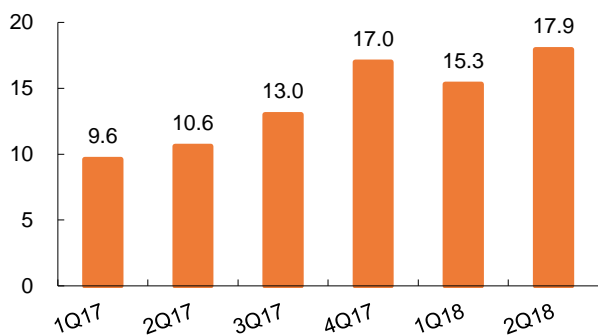
**大额资本支出将持续。**蔚来 2016 年、2017 年和 2018 年上半年资本支出分别为 6.5 亿美元、11.1 亿美元、10.8 亿美元, 主要用于购买资产、厂房、设备, 员工扩张, 建体验店、充换电设施。研发费用、销售管理费用持续增加致净亏损扩大。

2018 年 6 月, 蔚来实际资本支出 0.68 亿美元, 预计未来三年公司的资本支出约 17 亿美元 (近 120 亿人民币), 主要用于上海自有工厂建设, 研发, 扩张销售服务网络。预计 2018 年下半年和 2019 年上半年合计资本开支 6 亿美元。预计上海自有工厂建设资本支出 6.5 亿美元, 其中一半资金来自本次 IPO+ 账面现金+ 优先股融资+ 汽车销售收入, 另一半将来自上海政府部门的无息或低息贷款。

**资金尚可满足短期运营。**除用于上海工厂建设的一半资金 3.25 亿美元可获得地方财政支持外, 公司未来三年需自筹 13.75 亿美元, 而本次 IPO 可获得 10 亿美元, 公司账面上尚有货币资金 6.7 亿美元, **因此按照公司的资本支出计划, 以目前财务状况仍能保持大约三年正常运营。**

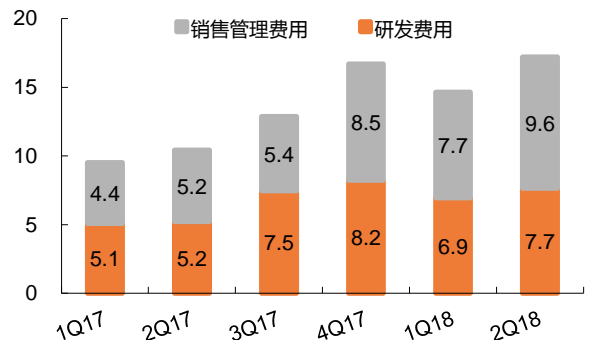
长期来看, 研发费用与销售管理费用保持稳定, 固定资产投资加大。预计未来公司将保持每年一款新车的速度, 体验店在一、二线城市渗透率稳步提升, 预计长期研发费用与销售管理费用将趋于稳定, 占营收比重逐步降至 5%~6% 和 7%~8% 的目标区间。上海自有工厂建设完成后, 折旧摊销费用将增加, 固定资产投资将主要来自蔚来与广汽集团和长安汽车等战略合作伙伴的新品牌新车型生产。

图表13 蔚来汽车季度净亏损 单位：亿元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表14 蔚来汽车季度销售管理与研发费用 单位：亿元



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 三、蔚来或将实现夹缝求生

#### 3.1 没有传统车企的燃油车“包袱”

尽管我国已成为全球最大新能源汽车市场，但新能源车渗透率不足 4%，传统车企的销量与利润仍主要依赖燃油车，因此，传统车企不得不继续投入大量研发资源来提升发动机热效率与变速箱传动效率来满足即将实施的国六排放法规和双积分中的油耗积分要求。

另一方面，为了充分利用现有的平台和产线，传统整车厂更倾向于在已有燃油车型的基础上将发动机变速箱及其控制系统替换成“三电”系统以实现新能源化，但由于发动机变速箱与“三电”系统在物理化学性质上差异，导致燃油车的电动化改造受到空间、承重、NVH、腐蚀、安全等各方面的限制，使燃油车改造而来的电动车在性能、空间、能耗、风阻等各方面难以实现最优化。部分传统整车厂通过少量投资另建廉价电动车生产线以满足新能源积分要求，江淮大众、众泰福特的成立即为例证。

**传统车企普遍采用递进的方式完成电动化转型。**对传统车企特别是头部企业而言，其新能源规划往往是递进式的，例如大众，先成立江淮大众生产廉价电动车以满足“双积分”政策要求，再在现有燃油车型的基础上逐步推出插电、纯电等新能源版本，而其真正的电动车模块化平台 MEB 平台需到 2020 年才正式投产。

我们估计传统车企的“谨慎”主要出于两点考虑，一是为了维持现有的销量与利润实现平稳过渡，二是认为新能源市场尚未成熟，目前的高景气主要是受政策支撑所致，等到新能源市场认可度提升和成本大幅下降后才是全面电动化的最佳时机。而传统车企的谨慎恰好给予蔚来汽车为首的造车新势力们发展的空间。

**汽车电动化降低了新势力进入门槛。**汽车电动化之后，机械传动类零部件大量减少，更换为弱电类零部件，而弱电类零部件的核心技术是相通的，所以在电气化时代，零部件的通用性大幅增强，单车零部件数量有望降为原来的五分之一左右，以“三电”系统为核心的电动车平台架构相比传统车大大简化，从而避开了发动机、变速箱等高技术壁垒的部件，降低了供应链管理的难度。

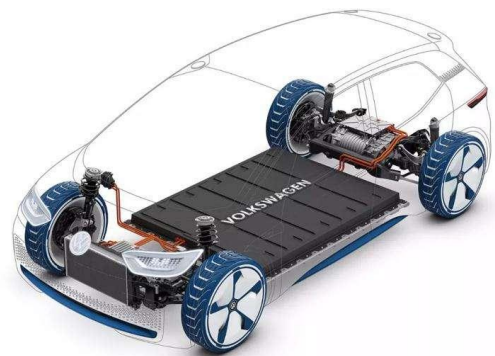
对造车新势力而言，其没有燃油车的包袱，电动汽车的门槛也大大降低，因此所有新势力都直接选择纯电动为突破口，且首款车型大多为 SUV，力求集中所有资源打造新能源爆款。

图表15 传统车架构



资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

图表16 纯电动车架构



资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

### 3.2 品牌、产品、服务领先其他新势力

在新能源浪潮下，我国造车新势力品牌已超过 50 个，股东主要来自互联网企业、传统车企、跨界企业。目前而言，在资本、资质（或代工）、品牌和产品设计、量产准备等各方面积累较为深厚且进展较为顺利的新势力除了蔚来汽车，还有车和家、威马汽车、小鹏汽车等。

此外，知名度较高的造车新势力还包括话题性极强的恒大法拉第未来，尚未获得生产资质的奇点汽车、零跑汽车，打造 70 万电动超跑的前途汽车等。这几家企业或存资质硬伤，或定价与品牌力存较大差距，预计未来挑战较大。

图表17 主要造车新势力简要情况

造车新势力	成立时间	造车阵营	造车资质	出借资质方	产品研发/生产进度
蔚来汽车	2014.11	互联网造车	X	江淮	ES8/EP9, ES8 预计 9 月批量交付
车和家	2015.07	互联网造车	X	华晨	微型车 SEV 取消, 大型 SUV NEDC 在产
小鹏汽车	2015.01	互联网造车	X	海马	G3 预计 2018 年底交付
奇点汽车	2014.12	互联网造车	X	无	iS6 北京车展发布, 预计 2018 年底投产
威马汽车	2015.12	传统汽车人	√		EX5 开启预售, 预计 2018 年 9 月交付
电咖汽车	2015.06	传统汽车人	X	无	EV10 于 2017 年底小批量交付
爱驰亿维	2016.10	传统汽车人	X	无	北京车展发布 SUV 车型 USION, GES 跑车 预计 2019 年底上市
拜腾汽车	2016.3	传统汽车人	X	一汽	南京工厂预计 2019 年投产, 届时首款大型 电动 SUV 将量产
前途汽车	2015.02	跨界造车	√		轿跑 K50 于 2017 年小批量产, 预计 2018 年下半年交付
零跑汽车	2017.01	跨界造车	X	无	S01 将于 2018 年底上市, 2019 年中量产
合众新能源	2014.10	跨界造车	√		首款“哪吒汽车”预计 2018 年三季度上市

资料来源: 公司网站、平安证券研究所

**蔚来汽车领先其他新势力。**相比国内其他造车新势力，蔚来汽车创始人李斌颇具传奇色彩，同特斯拉 CEO 马斯克一样，在创办蔚来之前，李斌同样是一名连续创业者和知名投资人，并跨界造车。李斌凭借自身的行业资源，使蔚来背后的资本力量最为雄厚，此次纽交所上市亦为其提供了进一步发展所需的资金。

**高端车型树立品牌。**蔚来汽车于 2017 年初发布首款电动超跑 EP9，并刷新了纽博格林北环赛道的全新圈速成绩，树立了高端的品牌形象，也使蔚来受到的关注度远超其他造车新势力。

**推出新品拓宽市场。**除了 EP9，蔚来还推出了首款 7 座 SUV ES8，主打尚属空白的大型电动 SUV 市场，未来还将陆续推出 ES6、ET7、ES3 等车型。在生产上除了江淮代工，蔚来在上海的自有工厂亦在建设中，有望于 2020 年投产。蔚来还是国内首批获得上海市政府颁发的开放道路无人驾驶牌照的车企，这些都有助于公司早日拿到生产资质，并扩大与其他新势力在技术积累上的差距。

图表18 蔚来汽车产品规划



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**线上线下结合提升服务。**目前蔚来 NIO House 已有 8 家，2018 年底将达到 12 家，且均开设在各大城市中心位置，线下体验店结合线上 App 形成“蔚来生态”，持续提升用户体验。蔚来 APP 的注册用户已超过 49 万，有 20 篇文章阅读量超十万，用户上传了超过 27 万张照片，消费积分 4.32 亿积分，已形成一个活跃的生态系统，这也是其他车企所不具备的。

**充换电布局缓解焦虑。**为了缓解用户的里程焦虑，解决充电问题，蔚来打造了一套由充电桩、移动充电车、换电站三位一体的服务体系，按照蔚来规划，预计 2018 年底将投入使用 40-80 家换电站，400 辆充电车。2020 年前，蔚来将在全国部署至少 1200 辆移动充电车，按照 3 公里城市半径的规划，在主要城市部署至少 1100 座换电站。

### 3.3 前路艰难，探索盈利之道

尽管蔚来汽车已取得相对领先优势，但依然面临较大挑战。

- 1、**公司产品质量可能无法支撑其品牌定位。**尽管蔚来采取高举高打的战略，产品定位高端，但车尾“江淮”的 logo 让 ES8 陷入尴尬，年底即将发布的 ES6 同样在江淮工厂生产，目前江淮工厂仍以江淮员工为主，蔚来仅有少量员工担任监督管理培训的职责，因此产品质量有待市场检验。
- 2、**配件供应商单一的风险。**目前公司大部分零部件均只有一家供应商，因此蔚来对供应商运营情况高度敏感，且由于公司目前产量较低，对供应商议价能力较弱，存在供应商管理风险。

图表19 蔚来汽车核心零部件供应商

三电系统		智能交互	
部件	供应商	部件	供应商
电池模组	宁德时代/三星 SDI	视觉芯片	Mobilityeye
电池 PACK	苏州正力蔚来	前视摄像头	均胜电子
BMS	联合电子	HUD	蔚来+泽景电子(方案)
动力电池热传导材料	GLPOLY	液晶仪表	蔚然+马瑞利(显示屏)
电机绝缘纸	杜邦	语音交互	科大讯飞
电机设计方案	Hofer powertrain	智能手机终端	大陆集团
电机	蔚然(南京)动力	毫米波雷达	博世
电机控制器	蔚然(南京)动力	中控屏	德赛西威
热管理系统	空调国际热能系统		

资料来源:公司网站,平安证券研究所

3、**换电站与充电车普及难度仍然较大。**建立换电站的方案早已被以色列公司 Better Place 实践过并惨遭失败，特斯拉 5 年前也展示了 90 秒换电池功能，但最后还是放弃了“换电”模式，主推快速充电，主要由于换电站建设成本远高于充电桩，可拆卸电池包的散热与稳定性亦难以保证，因此换电站的商业模式实际落地的难度较大。对移动充电车而言，其本身的服务范围亦受到较大限制。

如果采用电池租用方案，每月租金 1280 元/月，年租金 1.5 万元，如此可以便宜 10 万元，基准版和创始版只需 27.54 万/37.54 万元。对于公司来说，当前电池成本恰好是 10 万元，相当于基准版 27.54 万卖出的是非动力源的部分。问题是：电池成本是 10 万元，租给用户使用，7 年才能收回成本，预计未来人民币会大概率受到通胀影响，10 万租金的价值将贬值。同时，在租用电池的过程中，还会



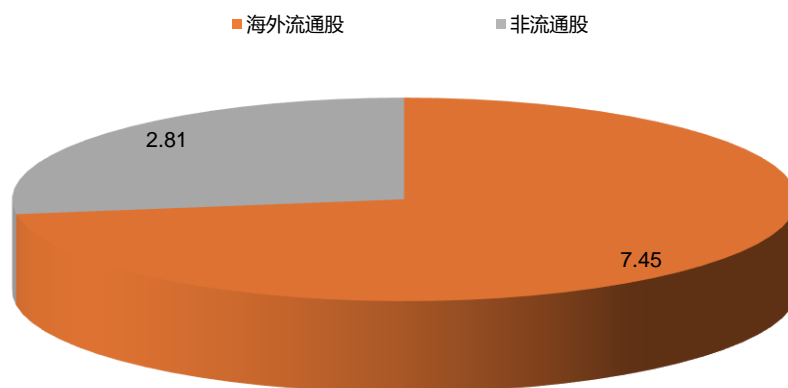
产生运营成本、维修成本等不可预见的成本，所以租用电池虽好，但对于蔚来来说，每辆车电池这块就会损失很大利润。

4、**ES8 销量或不及预期。**公司年底即将上市的 5 座 SUV ES6，价格将比 ES8 低 8~10 万元，而续航里程可达 500km，相比 ES8 的 355km 大幅提升，由于 ES8 更大的尺寸与车重，其实际续航里程可能更短，ES6 的推出可能降低 ES8 的产品吸引力。

5、**特斯拉国产将对蔚来形成较大冲击。**作为蔚来的“前辈”与效仿的对象，特斯拉的品牌与产品力优势是压倒性的，9 月初，特斯拉在上海公司的注册资本已由 1 亿元变更为 46.7 亿元，说明特斯拉已逐步解决了建设上海超级工厂所需的资金问题，特斯拉上海超级工厂有望于 2021 年实现 Model3 量产。而传统整车厂也已陆续发布其燃油车停产时间表，时间基本在 2020 年至 2025 年左右。如何在这几年窗口期内不断实现技术突破，提高产品竞争力与量产能力，将是蔚来汽车实现与特斯拉和传统车企龙头正面对抗的关键。

6、**限售股解禁后，早期股东可能抛售退场。**蔚来汽车早期引入了大量投资机构，且股份占比较低，偏向财务投资，蔚来上市后其具备较强的获利退场动机。目前蔚来汽车限售股约占总股本的 27.3%，约在半年后解禁，可能对股价形成压力。

图表20 蔚来汽车股本结构 单位：亿股



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

7、**费用控制风险。**公司自成立以来保持较高的研发和销售管理投入，为不断扩大客户范围，提高竞争力，公司将保持稳定的新品投放节奏，研发费用将难以快速下降；公司目前仅有 8 家体验店，年底将扩充到 12 家，平均每开业一家网点约增加 1.2 亿元支出（包括网点租金、装修、设备、员工招聘等全部费用），公司尚处于网点拓展初期，预计未来 3 年销售管理费用仍将维持高位，等公司网点逐渐下沉至 2~3 线城市，费用才会有所降低。

预计公司后续产品 ES6、ET7、ES3 分别于 2018 年、2019 年和 2020 年推出，若仅考虑 ES8、ES6、ET7、ES3 四款车型销量，乐观假设公司 2025 年实现 10 万年销量，则汽车销售营收将达到 319 亿元，若其他收入占 8%，则总营收 347 亿元；研发费用率与销售管理费用率分别降至 10%和 14%，费用与毛利相当，即蔚来汽车盈亏平衡最快亦不会早于 2025 年。

图表21 蔚来汽车 2025 年销量与收入测算

	ES8	ES6	ET7	ES3	总计
售价 (万元)	44	35	30	25	
销量 (万辆)	1	3.5	3	2.5	10
营收 (亿元)	44.4	122.5	90	62.5	319
毛利率	25%	23%	23%	23%	24%
毛利 (亿元)	11	29	21	15	75

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表22 蔚来汽车的长远目标: 各项费用与利润占比 单位: %

蔚来长期目标 (%)	
营业收入	100
汽车销售	90-92
其他收入	8-10
毛利率	23-25
研发投入	5-6
销售、管理费用	7-8
营业利润率	10-12
EDITDA 利润率	13-15

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 四、风险提示

- 1) **产量爬坡不及预期。**目前 ES8 周产量仅 300 辆, 无法满足待交付的一万多辆订单, 若江淮工厂产能爬坡不及预期, 将对公司营收产生负面影响。
- 2) **新车型竞争力不足。**不论传统整车厂还是其他造车新势力, 都在抓紧推出新能源车型, 新能源产能规划已过剩, 竞争将越发激烈, 若公司后续产品竞争力不足, 将对公司产生巨大打击。
- 3) **资本支出超预期。**目前公司保持高水平的研发投入, 上海自有工厂尚在建设中, 此外还要布局直营店、换电站、充电车等设施, 若资本开支过大, 将导致现金流枯竭。



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033