

## 汽车行业

报告原因：美股上市

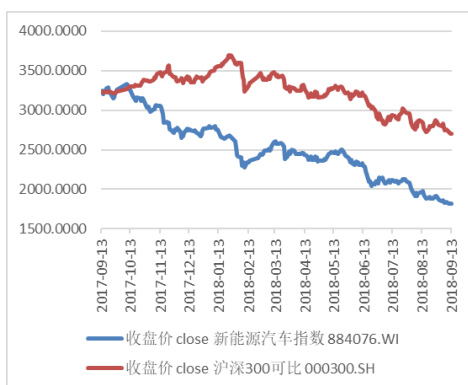
2018年09月13日

## 从蔚来汽车上市来看造车新势力

融资第一步，但梦想还需脚踏实地

行业研究/事件点评

### 新能源汽车板块近一年市场表现



### 一、事件描述

- 北京时间为9月12日夜，中国电动车赴美上市第一股蔚来汽车正式登陆纽交所，股票代码为NIO，开盘报6美元/ADS，相比发行价下跌4.15%。随后股票一路跳水下，一度重挫逾14%报5.35美元。在下跌15%后强劲反弹。蔚来午后最多上涨11%至6.93美元，市值达到71.1亿美元。最终收报6.6美元，上涨5.43%。

图1：蔚来汽车上市首日走势图



数据来源：WIND，山西证券研究所

北京时间9月13日晚间，蔚来汽车在上市第二个交易日迎来暴涨，盘中股价一度飙涨超90%，刷新盘中历史高位至12.69美元，市值也一度达到130.1994亿美元。截止收盘，蔚来汽车股价大涨75.76%报收11.60美元，市值超119亿美元。

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：张湃

电话：18734901462

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：李召麒

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心7

层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

图 2：蔚来汽车上市第二日走势图



数据来源：WIND，山西证券研究所

## 二、事件点评

蔚来汽车整体评价：

率先量产、外观新颖、大量投资者认可，但需尽快交付订单保证营收。

2014 年前后，随着特斯拉量产车的推出，以及中国政府大力补贴新能源汽车等利好条件下，中国掀起了一股互联网造车的热潮，蔚来汽车也是浪潮中的一员。

但是，其中不少公司只是拿造车作为噱头，真正造出可量产车型的公司很少。在自动驾驶火热的今天，这些企业看到制造整车难度太大，毛利率太低，很多企业转去研发利润更高的自动驾驶系统。

不过，也有一些企业坚持了下来，做出了较为可行的方案，例如威马汽车、蔚来汽车等。与传统车企相比，这些公司的新能源汽车往往有较吸引人的外观设计，较强的硬件配置，但在技术积累与工程细节上与传统车厂还有一定差距，需要逐渐迭代中改进。

造车是一项系统性的工程，需要大量的经验与成熟的资源整合能力。对于上游供应商来说，处于风险考虑，也不会优先选择与新兴车企合作，以防止模具制作好后，新兴车企已经因为资金链断裂而垮台。作

为少数成功量产的蔚来汽车来说，有今天的成就实属不易。

回看蔚来汽车，资料显示，截至 2018 年 8 月 31 日，蔚来共完成 ES8 生产 2399 台，已交付 1602 台，还有 14376 台订单等待交付。尽管 ES8 的产品不乏亮点，但如果 ES8 无法实现大规模交付，也就无法保证足够的营收来维持公司的正常运转。

### 上市作用/影响分析：

**上市解决企业一年资金问题，短期利好产业链相关股票。**

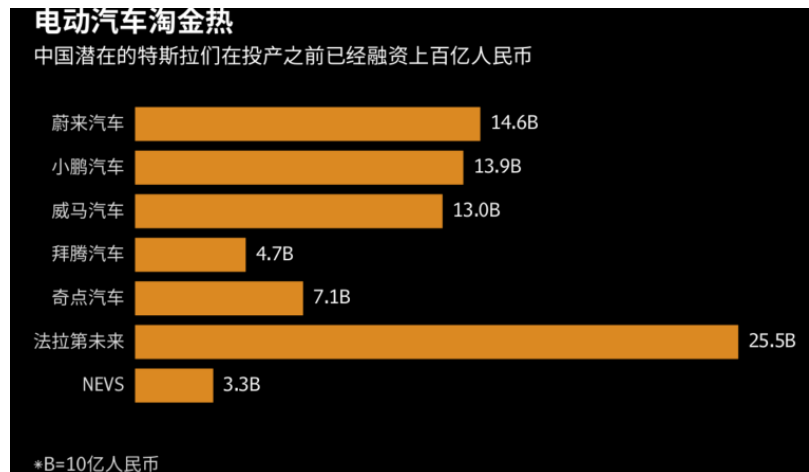
蔚来公司在首日开盘时下跌后 13%，随后反弹上涨，第一天上涨 5.43%。蔚来汽车上市的第二个交易日迎来大幅上涨，盘中股价一度飙涨超 90%，最终收报 11.60 美元，上涨 75.76%。此次股价上涨也一定程度上说明了人们对蔚来企业的认可。

蔚来的大幅上涨短期会利好其产业链上游公司股价，建议关注均胜电子、德赛西威、宁德时代、福耀玻璃、三花智控、拓普集团等。

但是，蔚来汽车上市时机略显尴尬。最近一段时间，同行特斯拉在美国遇困，一直无法实现盈利，私有化又引起争议不断。同时，中美贸易战又严重影响中国概念股，优信、拼多多上市后屡遭破发，可能会导致公司股价波动较大。

不过，蔚来汽车通过上市可以解决一部分资金问题，以便之后研发与后续投入使用。根据招股书，蔚来 IPO 募集的 10 亿美金中，40% 将用于研发费用，25% 用于销售管理费用，25% 用于完善生产制造设备和供应链，10% 用于一般用途及营运现金。如果按照上半年的费用测算，此次募集的资金也仅够一年使用，蔚来需要提高尽快完成产能爬坡期，早日高品质的完成交付订单，收回资金，并提高用户认可度。

图 3：中国造车新势力融资情况比较



数据来源：Bloomberg，山西证券研究所

目前，蔚来汽车已有 56 个投资者，包括中国科技巨头腾讯、百度、小米以及美国对冲基金 Lone Pine Capital、中信资本、Hillhouse Capital Group 和红杉资本等风险投资公司。众多资本的支持，从侧面说明，蔚来汽车确实被投资人所看好，不只是“PPT 造车”那么简单。

表 1：中国造车新势力融资情况

企业	时间	融资额	轮次	投资方
蔚来汽车	17.1	10 亿美元	D 轮	腾讯领投，投资方还包括 Baillie Gifford one Pine、中信资本和雄夏基金等几家新投资人和原有投资人。
	17.3	6 亿美元	战略融资	百度资本、腾讯共同领投。其他投资方还包括：华平、IDG、厚朴、联想、高瓴、兴业、GIC、TPG、信中利、中金、今日资本、海通国际等投资机构。
	16.6	1 亿美元	C 轮	淡马锡、新桥资本、厚朴基金和联想集团。
	15.9	5 亿美元	B 轮	红杉中国、愉悦资本、和玉另类投资
	15.6	数亿元	A 轮	高瓴资本、腾讯、京东、易车网和顺为资本等。
威马汽车	17.1	10 亿美元	B 轮	百度资本领投、百度集团等跟投。
	16.8	10 亿美元	A 轮	未公开

奇点汽车	16.1	6 亿美元	战略投资	铜陵市政府、银行、基金、风投、之前的股东等多方。
	15.1	数千万元	A 轮	光信资本、Intel Capita、本见资本
	15.1	1000 万元	天使轮	东方网力
车和家	17.9	6.2 亿元	A+轮	利欧集团、宁波梅山保税港众咖投资管理合伙企业、嘉兴自知一号股权投资合伙企业（有限合伙）、西藏源尚股权投资合伙企业（有限合伙）、樊铮、宋钢、韦魏、李想等 12 名投资人。
	16.5	7.8 亿元	A 轮	利欧股份领投，源码资本、常州武进产业基金、明势资本等机构跟进。
	15.1	未公开	天使轮	明势资本
小鹏汽车	17.6	22 亿元	战略融资	神州优车
	16.3	4200 万元	A 轮	雷军、俞永福、李学凌、傅盛、腾讯前高管吴霄光、经纬创投张颖等。
	15.4	数千万元	天使轮	微光创投、紫牛基金
FMC	17.8	2 亿美元	A 轮	投资基金由知名的投资管理机构及大型企业集团组成。
	16.1	4714 万美元	天使轮	和谐汽车、联合力汽车、晋亨投资等。
爱驰亿维	17.1	12 亿元	天使轮	投资人全是产业投资方
开云汽车	16.1	数亿元	天使轮	华兴私募股权基金领投，熊猫资本参与跟投。
零跑汽车	17.1	未公开	天使轮	未公开
云度	今年将启动首轮融资，目前正在洽谈相关事宜。			

数据来源：第一电动网，山西证券研究所

### 蔚来汽车战略分析：

**ES8 高价难获高销量，生态需要廉价版建立，换电模式或成核心竞争力。**

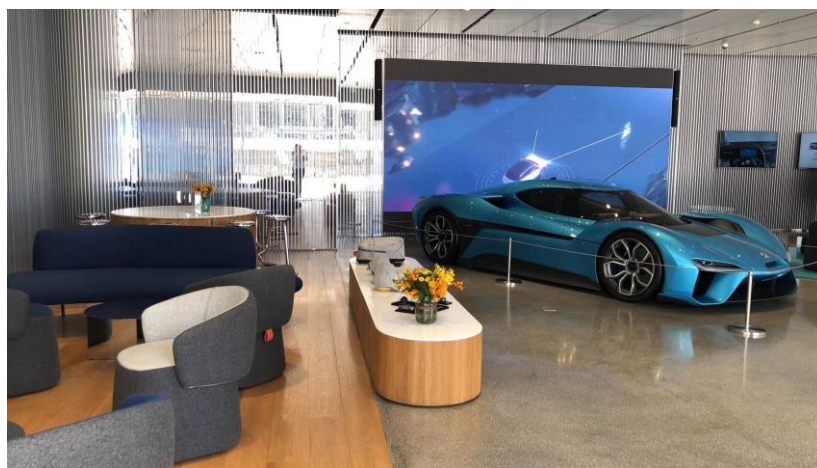
蔚来汽车的野心较大，希望卖车不是唯一的收入来源，而是**建立多元的盈利方式**。但目前来说，ES8 的售价显然并不能让大部分消费

者所接受，无法组成较好生态。2019年可能上市的廉价版ES6，售价20万起步，与同价位SUV相比有较高性价比。降低了重量后使得续航里程提高到了450km，相比ES8的355km会受到不少。

不过短期来看，生态还无法快速组建起来。

蔚来汽车的一些细节值得赞赏，例如建立了蔚来中心。在这里，蔚来用户可以与工作伙伴开会，可以和朋友举办分享会、生日派对、个人音乐会，开设属于用户自己的瑜伽课堂，也可以预约参与大咖演讲、设计、生活方式、极速赛车等主题的活动和体验。蔚来汽车将传统的销售中心变成一个有温度的地方，可以提高用户的好感度，打造高档品牌的定位。

图4：北京蔚来中心



图片来源：山西证券研究所汽车组

对于充电，蔚来汽车是押注的换电模式的几家车企之一，或许可以成为其产品的核心竞争力。换电模式有很多好处，通过换电避免了急用电时充电慢的问题，用户也可以通过租电池的方式减少购车成本，解决用户对电池老化担忧。同时还能解决企业未来一部分利润来源，未来回收电池也可以降低一定的成本。但换电需要大量的资金投入与行业标准的统一建设，能否联合其他车企，创造规模效应，解决烧钱问题才是关键。



表 2：国内外量产纯电动 SUV 车型对比

车型信息	蔚来 ES8 2018 款 基准版	威马 EX5 2018 款 EX5 300 Extra	荣威 MARVEL X 2018 款 后 驱版	EX 系列 2018 款 EX360 新风版	Model X 2016 款 Model X 75D
厂商指导价(元)	44.80 万	20.155 万	26.88 万	18.39 万	96.49 万
厂商	蔚来	威马汽车	上汽集团	北汽新 能源	特斯拉
级别	中大型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	小型 SUV	中大型 SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
上市时间	2017.12	2018.09	2018.08	2018.03	2016.07
工信部纯电续航里程(km)	355	300	403	318	406
快充时间(小时)	1.1	0.5	0.67	0.5	4.5
慢充时间(小时)	10	7.5	8.5	7.5	10.5
快充电量百分比	100	80	80	80	-
最大功率(kW)	480	160	137	80	386
最大扭矩(N·m)	840	315	410	230	-
长*宽*高(mm)	5022*1962*1756	4585*1835*1672	4678*1919*1618	4110*1750*1543	5037*2070*1684
车身结构	5 门 7 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
最高车速(km/h)	200	-	170	125	210
官方 0-100km/h 加速(s)	4.37	8.5	7.9	-	5.2

数据来源：汽车之家，山西证券研究所

再来看产品定位，ES8 补贴前官方指导价 44.8-54.8 万元，定位高端，又比 Model X 价格低，比同行北汽新能源、比亚迪、吉利等车高档，避免了与一些电动 SUV 直接的市场竞争。但与传统 SUV 仍

有一定的竞争关系，例如大致为同价位的大众途昂。

图 4：蔚来汽车内饰



图片来源：蔚来官网，山西证券研究所

在设计方面，蔚来 ES8 设计新颖，家族特征明显且与众不同，外观在造车新势力中算得上领跑者之一。内饰高档，科技配置也向特斯拉 Model X 看齐，配置了 2+ 等级的自动驾驶等等，对于喜欢新潮、同时较为富裕的年轻人吸引力比较大。但对于定位高端的国内新品牌，很难实现较高的销量。

图 5：蔚来汽车外观



图片来源：蔚来官网，山西证券研究所

蔚来选择与江淮进行代工生产，对于高端车由江淮代工生产，国人未必能接受。再从长远来看，奔驰宝马奥迪等未来相继推出自家的纯电动 SUV，特斯拉较廉价版 Model 3 的上市，以及插电混动 SUV 对该市场的挤压，都会影响蔚来 ES8 的销量。

### 经营情况分析：

#### 经营投入巨大，急需资金补充，需尽早完成订单任务。

蔚来汽车 2017 年总运营支出为人民币 49.53 亿元，其中，研发支出为人民币 26.02 亿元；销售与营销支出为人民币 23.50 亿元，高于上年的人民币 11.32 亿元。由于没有利润，所以，**蔚来汽车 2017 年运营亏损为人民币 49.53 亿元。**

**2018 年上半年蔚来汽车略有盈利。**蔚来汽车 2018 年上半年总营收为人民币 4600 万元。其中，电动车销售收入为人民币 4440 万元；其他销售收入为人民币 160 万元。

2018 年上半年总运营支出为人民币 31.85 亿元。其中，研发支出为人民币 14.59 亿元；销售与营销支出为人民币 17.26 亿元。蔚来汽车 2018 年上半年净亏损为人民币 33.25 亿元。

**从财务状况与公司积极上市来看，蔚来汽车急需资金补充。**截至 2018 年 6 月 30 日，蔚来汽车账面上持有的现金和现金等价物总额为人民币 44.23 亿元，截至 2017 年 12 月 31 日为人民币 75.06 亿元。按照现在资金用量来算，资金缺口仍然比较大。

纯电动车有着广阔的市场前景，但也要深刻的认识到行业培育与发展需要漫长时间。对于初创品牌来说，更是需要 5-10 年才能扭亏为盈，荣威、MG 品牌 07 年成立，17 年首次盈利；广汽传祺 08 年成立，2013 年开始盈利；特斯拉到现在仍然没能扭亏为盈。**有着长远的规划，押对商业模式，联合各家车企才能走过漫长的发展寒冬。**

### 附录：

表 3：蔚来汽车财务状况：

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31
报告期	中报	年报	年报
期间跨度	6 个月	12 个月	12 个月



数据来源	合并报表	合并报表	合并报表
<b>利润表摘要</b>			
营业总收入	4,599.10		
同比(%)			
营业总支出	338,482.00	495,359.60	260,254.00
营业利润	-333,882.90	-495,359.60	-260,254.00
同比(%)	-67.31	-90.34	
税前利润	-332,116.10	-501,326.80	-256,894.00
同比(%)	-64.72	-95.15	
净利润	-1,005,453.40	-756,166.90	-351,754.90
同比(%)	-221.17	-114.97	
<b>非经常性损益</b>			
扣非后归属母公司股东的净利润	-1,005,453.40	-756,166.90	-351,754.90
同比(%)	-221.17	-114.97	
研发费用	145,934.40	260,288.90	146,535.30
EBIT	-333,882.90	-495,359.60	-260,254.00
EBITDA	-319,375.50	-478,573.80	-255,645.30
<b>利润表摘要(NON-GAAP)</b>			
<b>净利润(NON-GAAP)</b>			
<b>稀释每股收益(NON-GAAP)</b>			
<b>资产负债表摘要</b>			
流动资产	647,204.40	831,000.50	87,502.70
固定资产			
权益性投资			
资产总计	1,027,609.70	1,046,803.40	177,047.80
流动负债	330,648.80	161,851.40	72,656.50
非流动负债	112,657.40	78,351.40	9,869.90
负债总计	443,306.20	240,202.80	82,526.40
股东权益	584,303.50	806,600.60	94,521.40
归属母公司股东权益	470,760.40	805,469.70	95,679.70
<b>现金流量表摘要</b>			
经营活动现金流量	-363,478.00	-457,471.90	-220,156.40
投资活动现金流量	-115,396.20	-119,027.30	11,784.30
筹资活动现金流量	189,783.20	1,286,733.40	229,270.40
现金净增加额	-305,112.90	693,422.20	24,952.20
期末现金余额	447,972.40	753,085.30	59,663.10
资本支出	107,927.00	111,389.30	65,445.50
<b>关键比率</b>			



ROE(%)	-157.57	-167.82	
ROE(摊薄)(%)	-213.58	-93.88	-367.64
扣非后 ROE(摊薄)(%)	-157.57	-167.82	-367.64
ROA(%)	-96.94	-123.57	
ROIC(%)	-262.24	-364.28	
销售毛利率(%)	-333.08		
销售净利率(%)	-7,230.83		
EBIT Margin(%)	-7,178.62		
EBITDA Margin(%)	-6,863.18		
资产负债率(%)	43.14	22.95	46.61
资产周转率(倍)	0.00		
每股指标			
EPS(稀释)	-350.80	-346.84	-210.66
EPS(基本)	-350.80	-346.84	-210.66
每股净资产 BPS			
每股经营现金流			
OCFPS			
每股现金净流量			
CFPS			
P/E(TTM)			
P/E(LYR)			
P/B(MRQ)			
P/S(TTM)			
其他			
员工总数(人)	6,231		
显示币种	CNY	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY	CNY
转换汇率	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率
单位：万元，CNY			

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。