

证券研究报告

2020年09月09日

行业报告 | 行业投资策略

汽车

造车新势力的突围之道

作者：

分析师 邓学 SAC执业证书编号：S1110518010001

联系人 胡婷



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

投资摘要

核心要点：

- 1、**大浪淘沙始见金：**电动车市场高端化下私人市场打开，新势力把握成长窗口，份额持续提升至近15%。补贴退坡下新势力玩家加速出清，以蔚来、小鹏、理想、威马为代表的少数车企拔地而起，头部新势力车型份额高度集中。
- 2、**新势力如何价值突围：**灵活的组织架构基础下，新势力贴近消费需求，以高自由度的外观设计+明确的竞品价格优势+领先的智能互联车机系统打造高产品力车型，持续研发构建品牌壁垒，并打通售后搭建全生命周期生态服务。
- 3、**谁在押注新势力：**新势力具备深刻的互联网基因，创始人大多有互联网创业背景，融资历程中多个互联网巨头入局与新势力强绑定（腾讯+蔚来，阿里+小鹏，美团+理想，百度+威马），以期实现应用生态的车端布局。
- 4、**新势力盈利基础在哪：**新势力突破了传统车企造车赚钱的盈利模式，紧握了软件升级收费趋势下的盈利潜能，直销模式下将传统车企分割给经销商的后市场价值链利润收归车企，盈利模式更为综合多元。目前蔚来、理想已实现8%毛利率，小鹏接近盈亏平衡，车型矩阵完善后有望逐渐实现盈利，保有量增长至一定规模后软件付费、售后服务盈利潜能有望迅速释放。

投资建议：

- 推荐深度绑定新势力的内外饰和智能中控供应商【常熟汽饰、德赛西威（计算机联合覆盖）】，三电系统【宁德时代（电新组覆盖）、汇川技术（电新组覆盖）】。建议关注新势力整车设计【阿尔特】、蔚来换电站提供商【山东威达】，理想发动机供应商【东安动力】。

风险提示：

- 新势力出现大规模召回事件；新能源市场竞争加剧；新势力核心成员离职风险。

重点标的跟踪

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-09-08	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603035.SH	常熟汽饰	14.86	买入	0.85	0.98	1.32	1.75	17.48	15.16	11.26	8.49
601633.SH	长城汽车	16.78	买入	0.49	0.50	0.66	0.82	34.24	33.56	25.42	20.46
603730.SH	岱美股份	26.79	买入	1.08	1.04	1.59	2.07	24.81	25.76	16.85	12.94
600699.SH	均胜电子	23.15	买入	0.76	0.09	1.22	1.64	30.46	257.22	18.98	14.12
002055.SZ	得润电子	18.07	买入	-1.22	0.50	0.85	1.11	-14.81	36.14	21.26	16.28
600580.SH	卧龙电驱	12.40	买入	0.74	0.73	0.77	0.87	16.76	16.99	16.10	14.25
000338.SZ	潍柴动力	14.86	买入	1.15	1.21	1.35	1.54	12.92	12.28	11.01	9.65
601689.SH	拓普集团	37.85	增持	0.43	0.59	0.86	1.13	88.02	64.15	44.01	33.50
600104.SH	上汽集团	20.04	买入	2.19	1.87	2.27	2.55	9.15	10.72	8.83	7.86
600741.SH	华域汽车	26.26	买入	2.05	1.58	2.13	2.54	12.81	16.62	12.33	10.34
000625.SZ	长安汽车	12.86	买入	-0.55	1.30	0.91	1.26	-23.38	9.89	14.13	10.21
603786.SH	科博达	70.98	增持	1.19	1.29	1.63	2.02	59.65	55.02	43.55	35.14
600660.SH	福耀玻璃	30.71	买入	1.16	1.04	1.32	1.56	26.47	29.53	23.27	19.69
603305.SH	旭升股份	38.98	增持	0.46	0.76	1.06	1.39	84.74	51.29	36.77	28.04
600933.SH	爱柯迪	14.35	买入	0.51	0.47	0.64	0.80	28.14	30.53	22.42	17.94
300258.SZ	精锻科技	16.90	买入	0.43	0.44	0.60	0.73	39.30	38.41	28.17	23.15
601238.SH	广汽集团	10.30	买入	0.65	0.69	1.04	1.39	15.85	14.93	9.90	7.41
603179.SH	新泉股份	28.96	买入	0.59	0.78	1.13	1.54	49.08	37.13	25.63	18.81
002126.SZ	银轮股份	12.86	买入	0.40	0.51	0.64	0.82	32.15	25.22	20.09	15.68

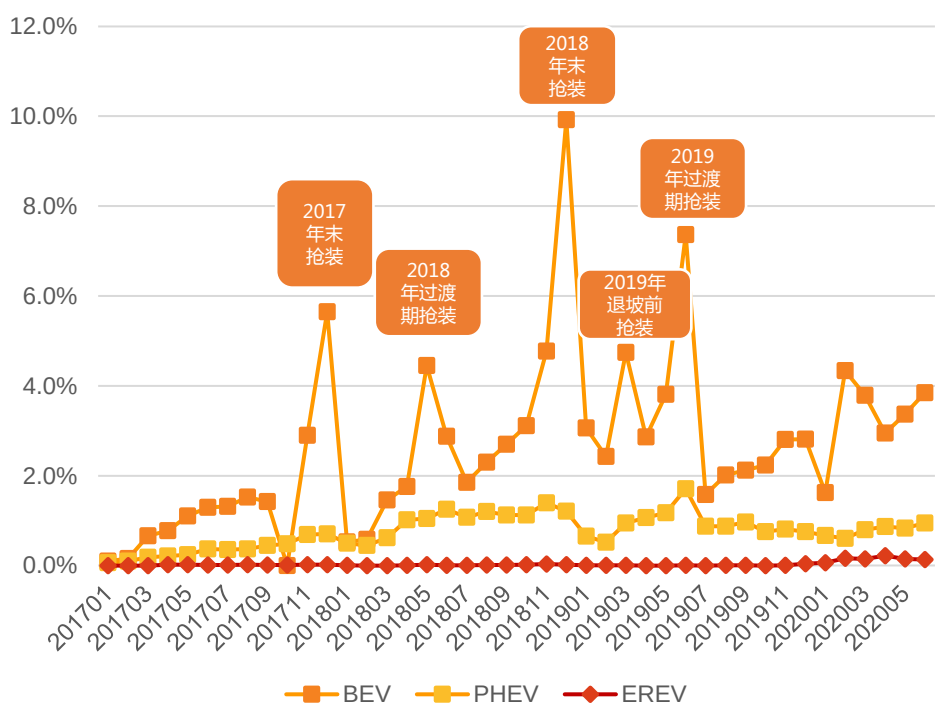
资料来源：wind，天风证券研究所，注：卧龙电驱与电新联合覆盖

一、大浪淘沙始见金

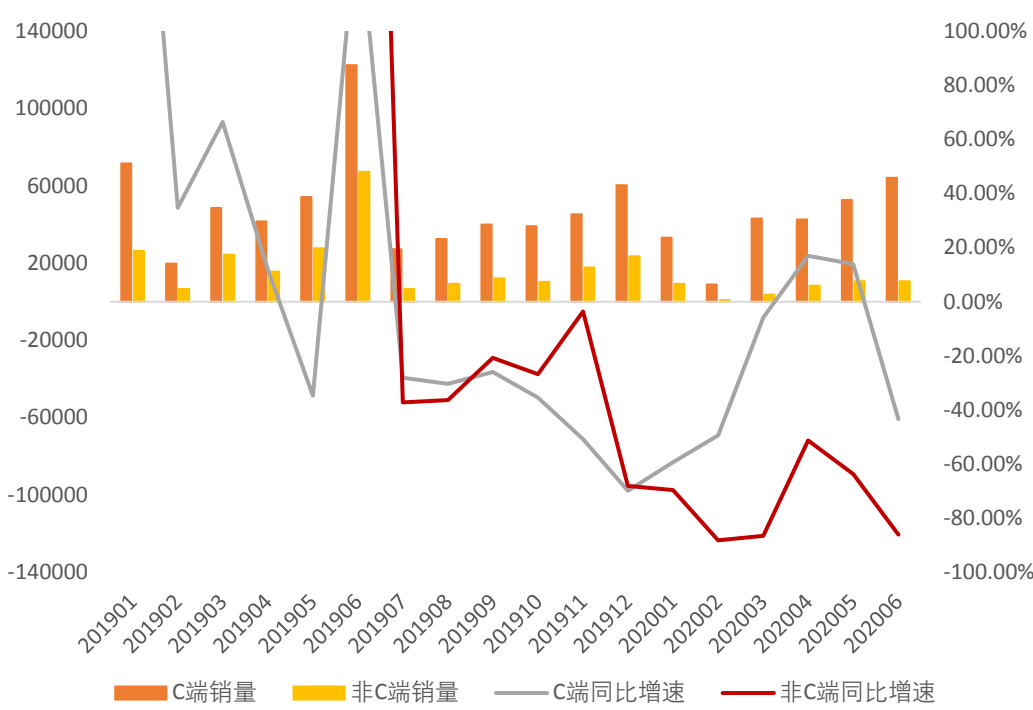
新势力天时：私人需求引领电动车高端化市场

- 疫情不改新能源渗透率趋势。2020年6月，国内电动车渗透率升至4.8%，2019全年渗透率为4.2%。
- 私人新能源消费需求恢复强劲。2020年上半年，电动车C端销量恢复速度远超非C端，代表了新能源私人消费需求刚性，侧面映证了**特斯拉Model3国产化后，新能源车型高端化时代到来，私人市场打开，新能源动力属性接受度有望加速提升。**

图：BEV、PHEV、EREV市场渗透率（%）



图：电动车C端销量恢复情况（LHS：辆，RHS：%）



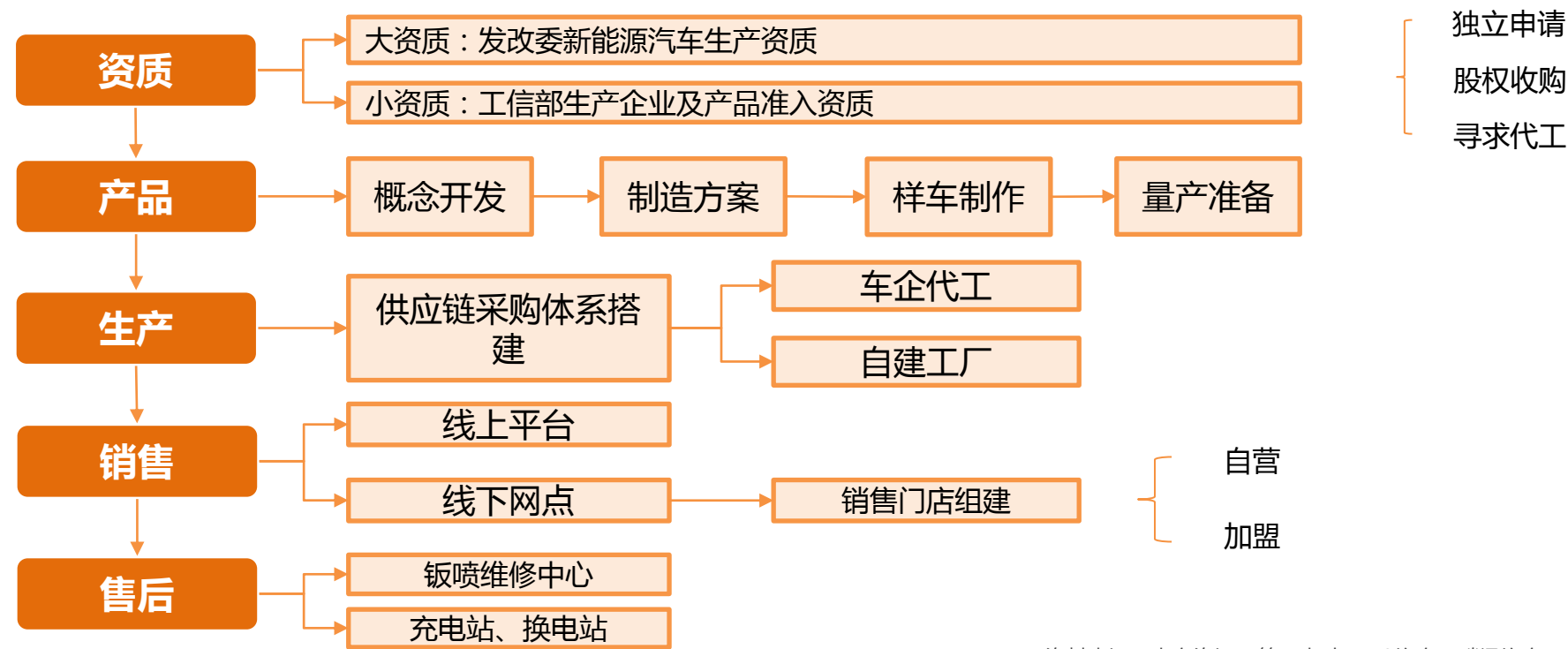
资料来源：交强险（银保监会）、天风证券研究所

新势力地利：白手起家 拔地而起

◆ 国家鼓励社会资本介入，多家造车新势力拔地而起。

2015年6月，发改委、工信部联合发布了《新建纯电动乘用车企业管理规定》，明确了“社会资本和具有技术创新能力的企业”投资新建纯电动乘用车企业的准入条件。随后，多方势力涌入新能源造车行业，其中大多因缺乏生产资质、持续的融资渠道、稳定量产能力，高投入后资金链断裂，止步于PPT造车环节，而**少部分拔地而起，突破了资质、融资、设计、生产的重重险阻，车型量产交付，企业顺利上市。**

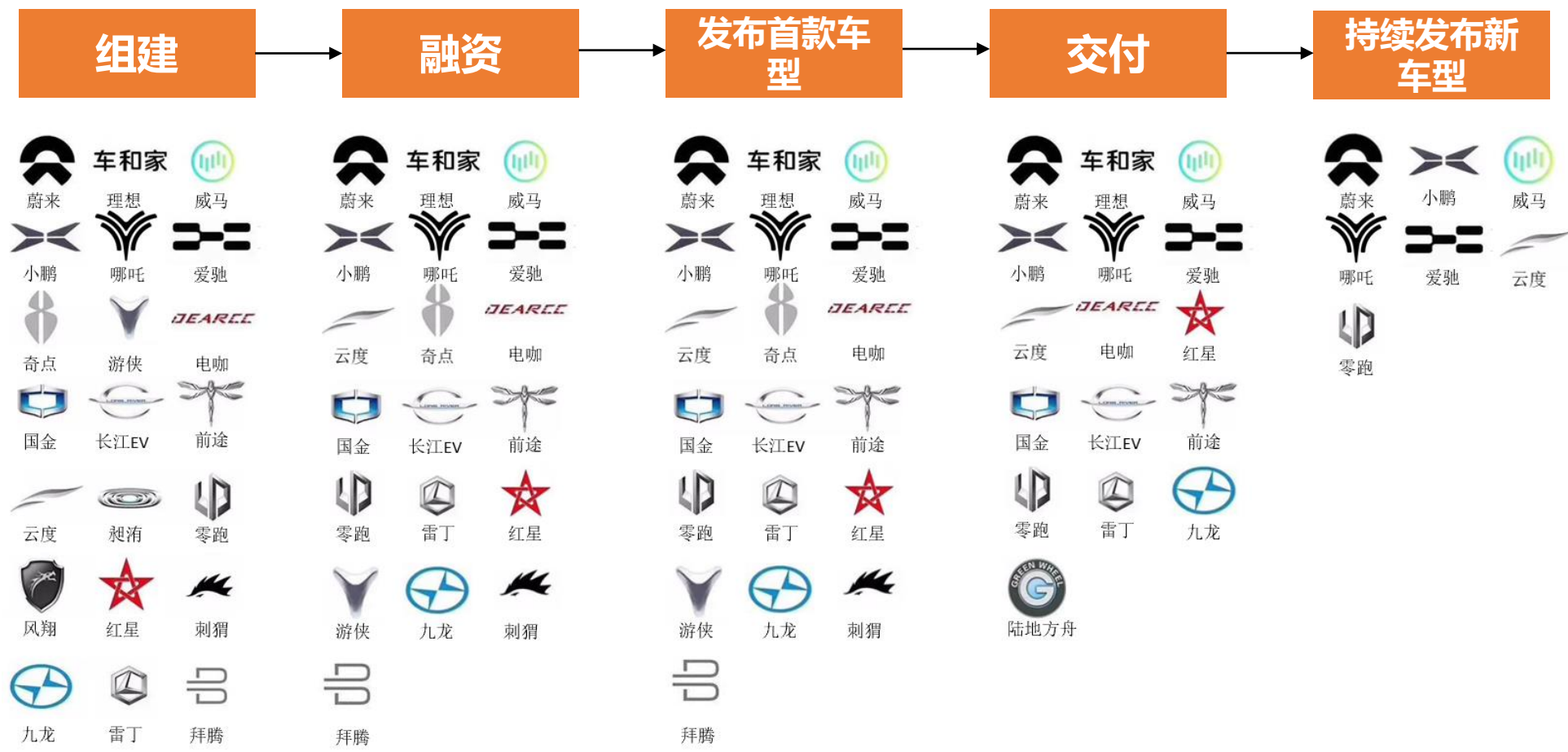
图：新势力车企组建环节



资料来源：电车资源，第一电动，AC汽车，腾讯汽车，天风证券研究所

大浪淘沙 沉者为金

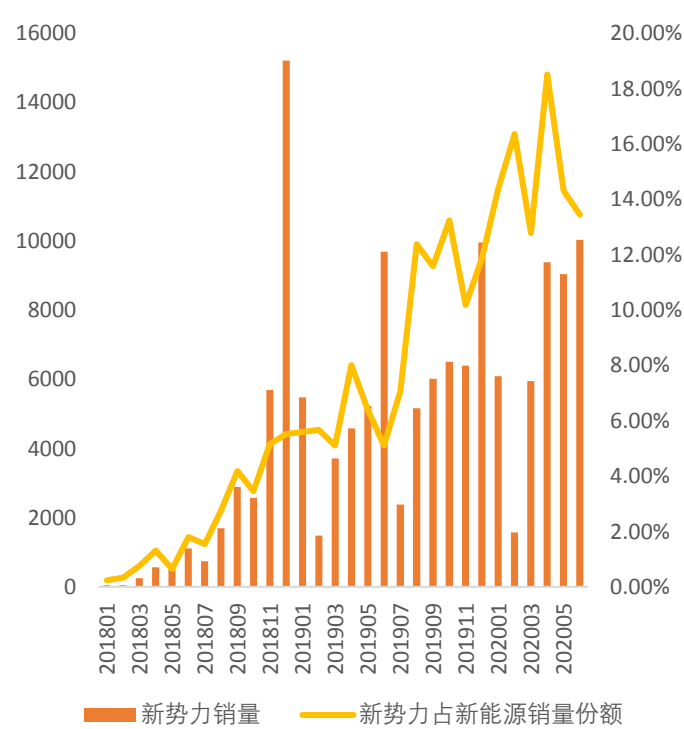
- 在高额补贴和特斯拉成功先驱的引领下，国内300余家造车新势力如雨后春笋般涌入市场。
- 行业优胜劣汰，仅少量车企站稳脚跟。造车是一场资金投入和技术创新的长跑，补贴大幅退坡后，大批新势力车企加速出清，**目前仅蔚来、小鹏、理想、威马等少数车企具备持续经营能力。**



新势力份额持续攀升，头部已高度集中

- 新势力市场份额提高迅速。201801至202006，新势力市场份额从0.24%增至13.45%。
- 新势力头部高度集中，CR5为93%。国内造车新势力300多家大部分都已经退出市场，有销量的不超过20家，而销量高度集中，蔚来、理想、威马、小鹏、哪吒（合众新能源）处于领先地位，20H1份额合计高达93%。

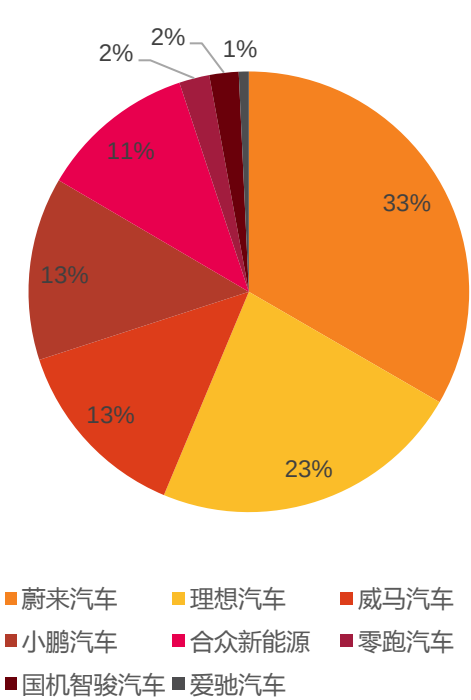
图：造车新势力月销量及市场份额(辆，%)



图：2020年1-6月累计销量排名（辆）



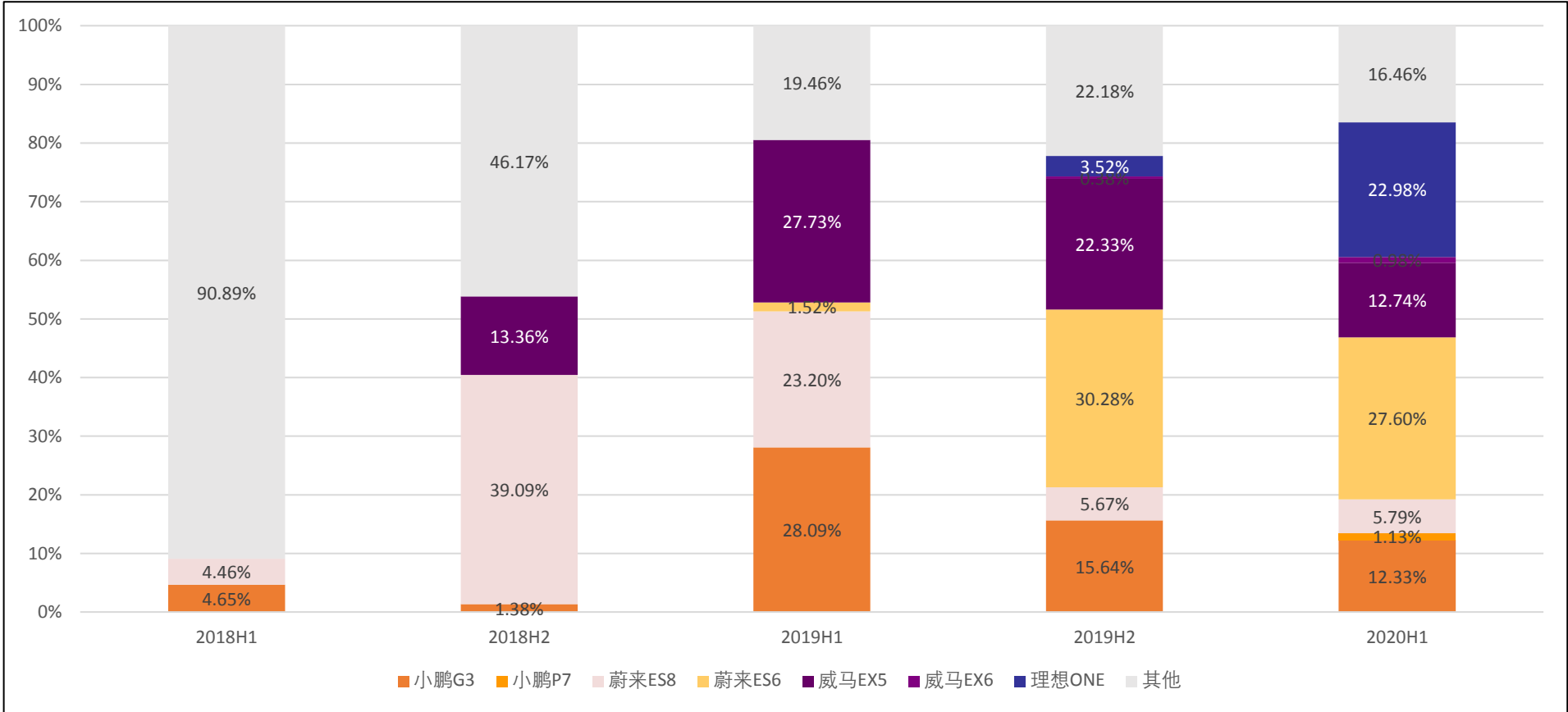
图：2020年1-6月新势力份额（%）



行业从分散走向集中，实力竞争加速

- 小鹏、蔚来、威马和理想代表高端智能电动车发展方向，随着品牌认知提升和车型矩阵铺开，份额加速扩张；与之对应的是云度、华泰、国金等新势力的清退，市场从分散逐渐走向集中，20H1主要7款新势力车型合计份额达到84%。

图：2018-2020主要新势力车型份额变化（%）



资料来源：交强险（银保监会）数据，天风证券研究所

四大新势力竞争优势确立，进入加速成长阶段

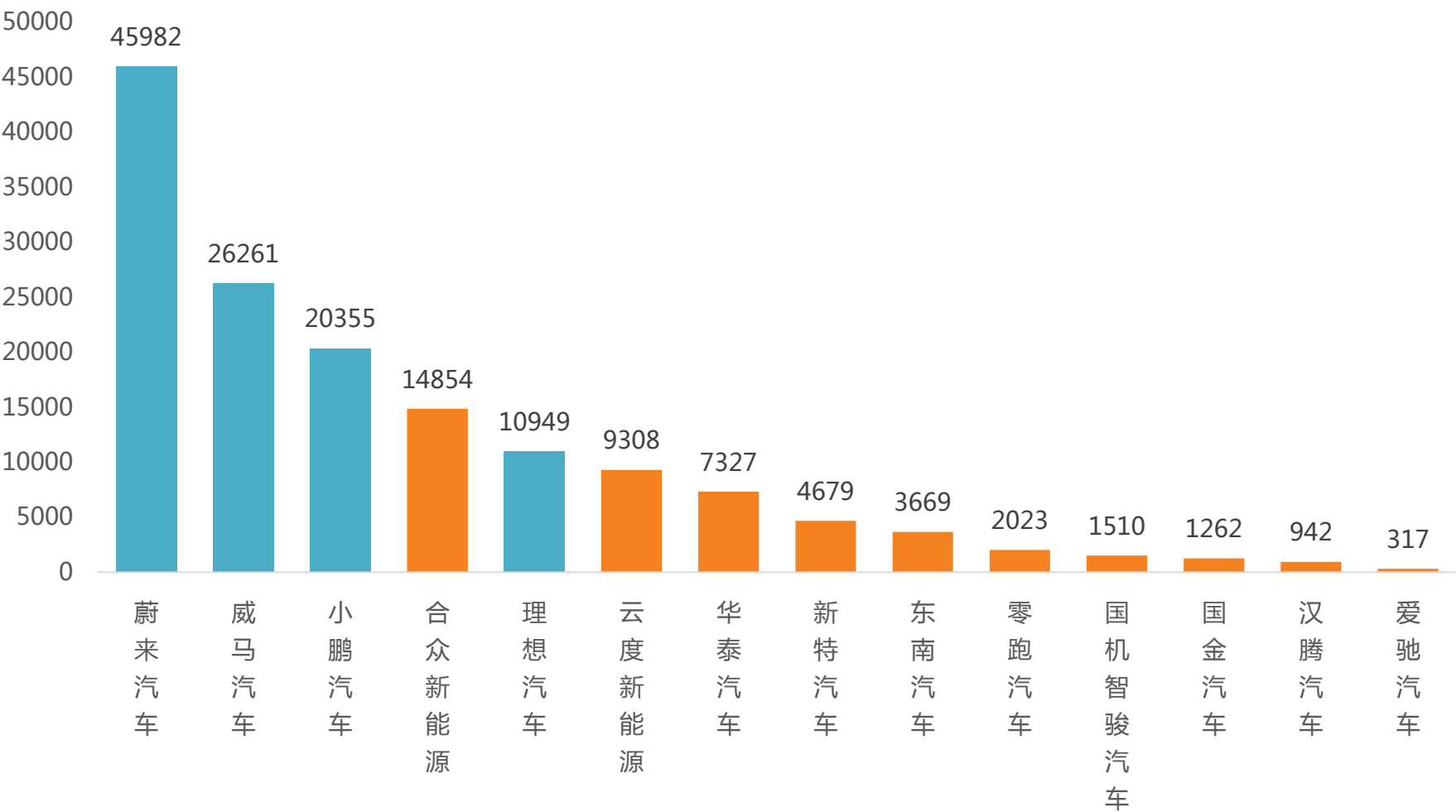
- 四大造车新势力陆续从起步生存阶段步入成长阶段。蔚来、威马、小鹏、理想四大新势力均形成了清晰的市场定位，打通了研发、生产、销售和运营的商业环节，明确了特定的竞争优势。在成长的初期资金压力较大，继蔚来之后，理想和小鹏也纷纷争求赴美上市，打通持续融资通道后有望加速成长。

图：四大新势力发展现状概览

品牌	蔚来汽车	威马汽车	小鹏汽车	理想汽车
成立时间	2014年11月	2015年1月	2014年8月	2015年6月
量产车情况	ES8、ES6、EC6	EX5、EX6	G3、P7	Li ONE
定价区间（万元）	35.8-56.6	14.98-25.99	14.68-34.99	32.8
车型级别	C级SUV、B级SUV	A级SUV、B级SUV	A级SUV、B级轿跑	C级SUV
车型上市时间	2017/12，2018/12，2020/7	2018/8，2020/1	2018/1，2020/4	2019/4
累计融资规模	410亿	230亿元	155亿元	127亿元
投资方	腾讯、京东、百度、联想、红杉、IDG等	红杉、百度等	阿里、小米、IDG、高瓴资本等	美团、字节跳动、中金资本、天使投资人王兴等
是否上市	2018年9月美国主板上市	未上市	拟赴美上市，已提交IPO书	2020年7月底美国纳斯达克上市
差异化竞争优势	用户社交生态	性价比	智能化	大空间，无里程忧虑
是否自建工厂	江淮代工	自建工厂	海马代工、肇庆工厂	收购力帆工厂
工厂产能	12万辆/年	15万辆/年	25万辆/年	10万辆/年
自动驾驶技术	L2	L2	L3	L2
销售模式	直营	加盟为主，直营为辅	直营、加盟各半	直营

新势力累计交付情况

图：新势力累计销量排名（辆）：截至2020H1

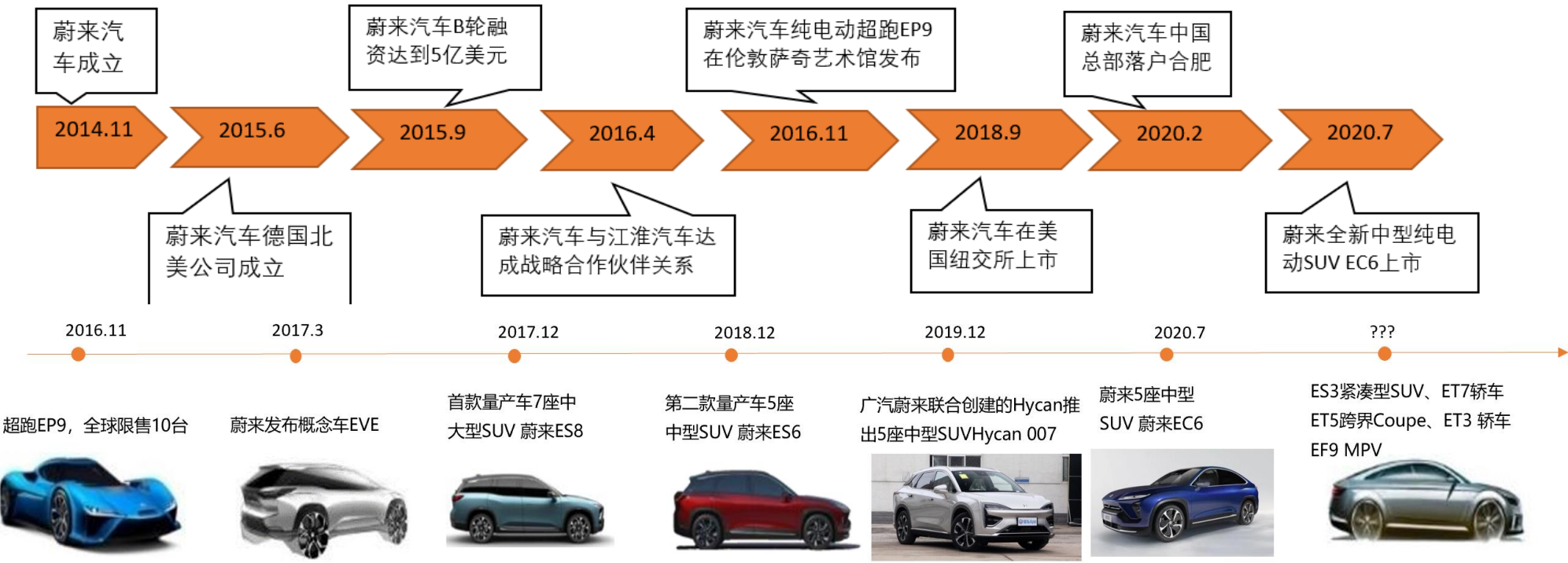


资料来源：交强险（银保监会）数据，天风证券研究所

蔚来：社群驱动，高举高打

- 参照特斯拉市场战略，高举高打自上而下渗透。蔚来成立后由高端超跑渗透到中高端SUV市场，未来将扩展到轿车领域——17年底上市豪华SUV ES8、18年底上市中高端SUV ES6，19年底发布了中高端SUV EC6，2020 年蔚来计划推出首款轿车 ET7，产品矩阵愈发丰富。产品上蔚来保持每年一款新车的进度，截至20年7月累计销量近5万，位居新势力第一。
- 打造粉丝社群，销售综合生活解决方案。蔚来建立了用户社群，用综合服务打造粉丝社区，其车主服务体系围绕线下需求场景，包括Nio Day车主盛会、Nio House共享空间、上门充电服务等。

图：蔚来发展历程



小鹏：研发驱动，打造本土化智能汽车

- 小鹏定位最懂中国的“本土化”智能汽车。18年上市紧凑级SUV G3试水市场，20年上市智能化更高、续航力更强的小鹏P7，定位中高端轿跑市场。以约每年一款新车的速度推进，价位覆盖15-35万元。**未来两年，小鹏将基于David平台推出与G3共享70%零部件的第三款车，以及基于Edward（P7）平台推出的第四款车型。**

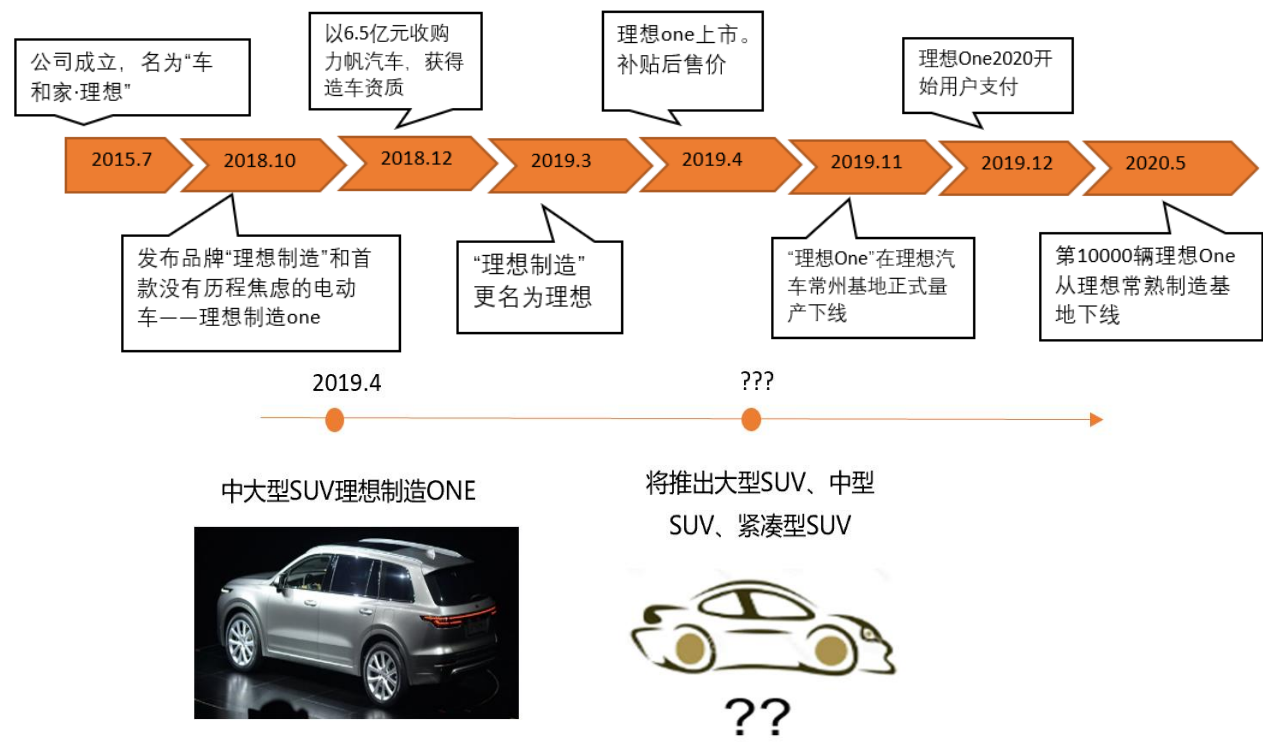
图：小鹏发展历程



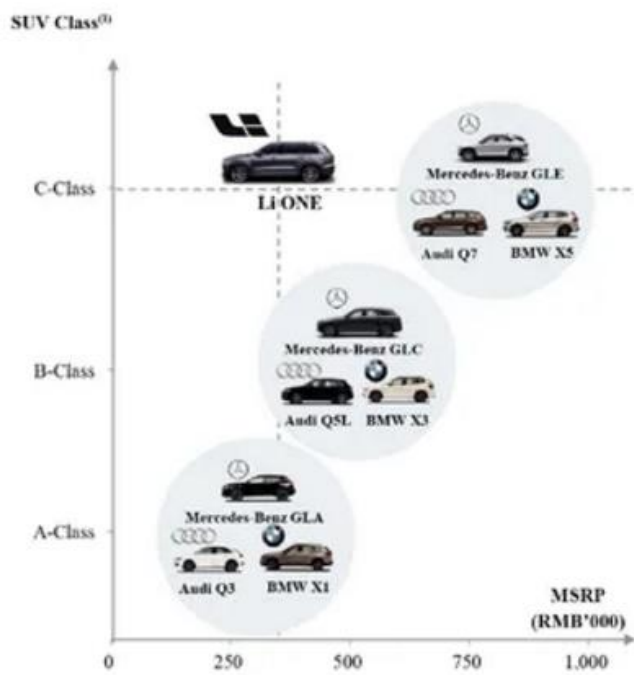
理想：实用性驱动，主打增程式打破里程焦虑

- 主打增程式动力，打破里程焦虑。首推车型定位豪华中大型SUV理想one，定价32.8万，对标60万元以上的C级豪华SUV，综合续航800km打破里程焦虑，19年年底交付，20年6月累计交付量破万，成为造车新势力中最快交付一万台车的车企。
- 未来车型将覆盖15-50万元的各级SUV。22年理想将推出搭载下一代EREV动力系统的全尺寸SUV，未来还将覆盖中级&紧凑级SUV。

图：理想发展历程



图：理想ONE车型定位



威马：新势力中的靠谱实力派

- 威马“三步走”战略：1）做智能电动汽车的普及者；2）成为数据驱动的智能硬件公司；3）成长为智慧出行新生态的服务商。
- 车型定位30万元以内市场，以合理成本做车，追求质量可靠和高性价比。

图：威马发展历程



新势力销售渠道布局：优先布局一二线 逐步渗透三四线

- 新势力均采用互联网新零售模式，打通线上线下销售环节。蔚来和理想采取类似特斯拉的直营模式，小鹏和威马则还借助于加盟模式，快速扩张渠道网络。
- 渠道布局上，目前新势力门店已覆盖一二线城市，正逐步向三四线城市深入渗透。

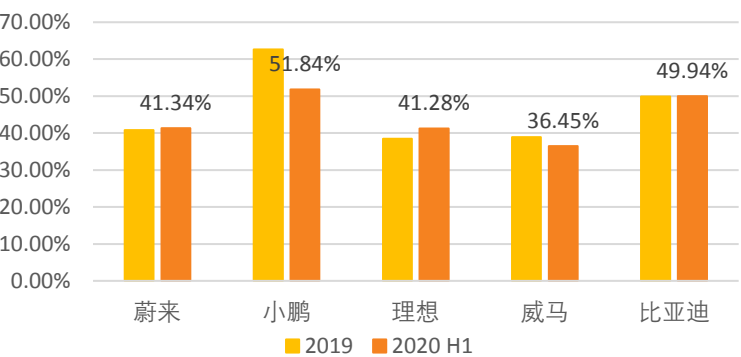
图：新势力销售模式情况对比

	蔚来	小鹏	威马	理想
销售模式	直营	50%直营+50%加盟	加盟为主，直营为辅	直营
线下门店	136	163	121	102
门店构成	23家蔚来中心，113家蔚来空间	115家体验店，48家服务中心	23家Space用于展示，84家Store用于试驾、交付，14家Station用于充电、维修	36家零售中心和展厅，21家交付和维修中心，45家授权钣喷中心
分布省市	26个省市	23个省市	25个省市	28个省市
门店分布图				

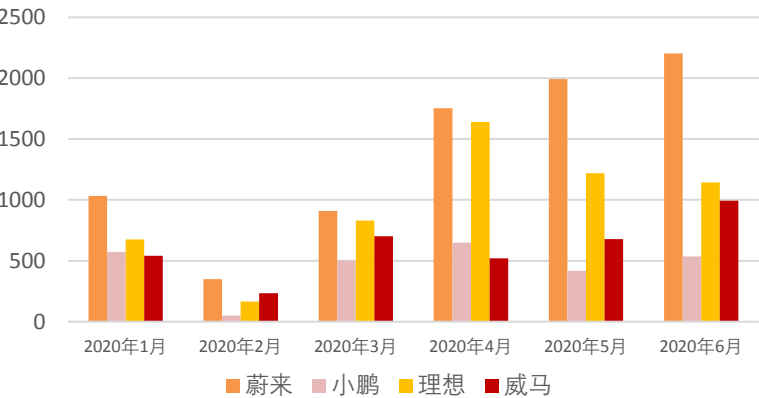
新势力销售区域：品牌认知集中于一线城市

- **北上广深销量占比近半。**新势力销量地区分布中，小鹏销量来自一线城市的比例最高；小鹏和威马销量来自一线城市的比例在下降，随着其门店逐渐向二三线城市渗透，二三线城市需求有望打开。
- **新势力二三线门店布局成效尚待体现。**相较特斯拉，新势力非一线门店数占比较高而销量占比较低，体现二三线对新势力消费认可远不及一线城市，而特斯拉的品牌认知已无明显差别。单店销量看，特斯拉>>理想>蔚来>小鹏>威马。

图：新势力2019年和2020年H1一线城市销量占比对比



图：新势力2020年H1二三线城市销量（辆）



图：新势力一线城市销售门店数量分布和占比（单位：个，%）

城市	北京	上海	广州	深圳	合计	一线门店占比
蔚来	4	9	6	6	136	18.38%
小鹏	8	8	7	8	115	26.96%
理想	2	2	2	2	36	22.22%
威马	11	6	5	3	107	23.36%
特斯拉	13	14	5	5	70	52.86%
比亚迪	25	25			592	19.76%

图：20H1新势力一线城市销量分布和占比（单位：辆，%）

城市	北京	上海	广东	合计	平均单店销量	一线销量占比
蔚来	1973	2102	1732	14046	129	41.34%
小鹏	655	508	1772	5662	54	51.84%
理想	969	732	2289	9666	248	41.28%
威马	1181	547	375	5769	48	36.45%
特斯拉	5405	9634	8900	46510	664	51.47%
比亚迪	8808	3735	6861	38853	66	49.94%

造车新势力如何解决生产问题？

- **新势力代工生产与自建工厂模式并存。**蔚来仍是由江淮汽车代工生产，小鹏自建肇庆工厂后处于自产+代工并存的模式，威马选择自建工厂，理想也在收购力帆汽车后自产。未来规划上，蔚来将持续扩建合肥江淮工厂；威马将启用与湖北星晖在黄冈合资建立的星晖产业园，生产新一代5G智能汽车。
- **代工模式特征为：**1) 可加速车型量产节奏；2) 维持车企资产高速周转；3) 但也将持续付出代工费用；
- **自建工厂特征为：**1) 可把控生产工艺和产品质量；2) 降本速度更显著；3) 但对供应链、生产流程和现金流转管理要求更高。

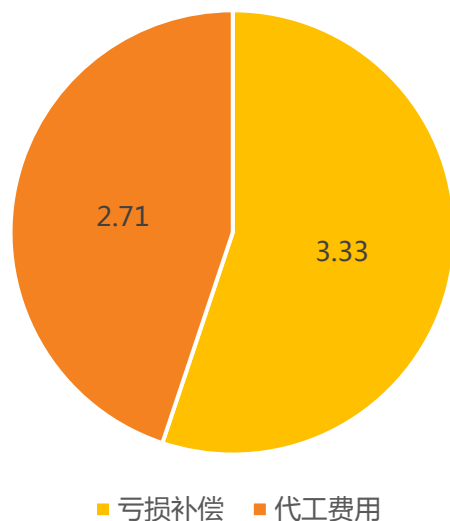
图：四大新势力生产现状概览

车企	蔚来	威马		小鹏		理想
生产基地	合肥	温州	黄冈星晖产业园	郑州	肇庆	常州
生产模式	江淮代工	自建	合资	海马代工	全资自建	收购力帆汽车后自产
投资额			一期101.2亿	20亿+	100亿，一期20亿	18亿+
投产时间	2016.05		2019.12	2018.12	2020	2019.8
产能（辆）	12万	一期10万，达产后20万	一期15万，达产30万	15万	一期10万	10万
配套车型	ES8、ES6、EC6	EX5、EX6	5G智能汽车（未上市）	G3	P7	ONE

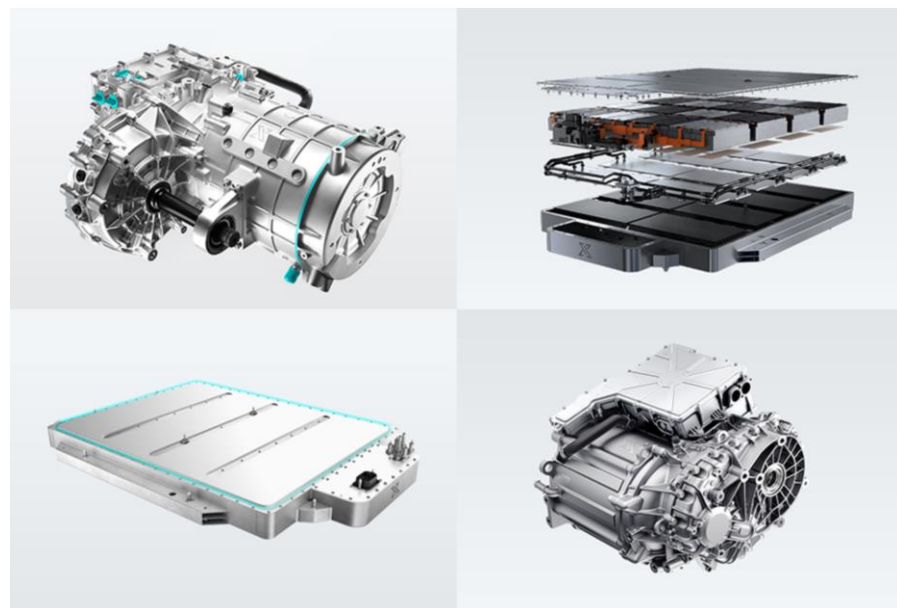
造车新势力如何解决生产问题——蔚来

- **江淮负责生产线的搭建与整车代工，蔚来则负责原材料供应以及质量管理。**蔚来在2016年5月与江淮签订 ES8 五年制造合同，单车制造费用 8500 元/辆，2019年4月和20年3月签订ES6、EC6代工协议。截至2019年底，蔚来已向江淮支付6.04亿元的代工费用（3.33亿）和亏损补偿（2.71亿），接近理想收购力帆汽车资质的6.5亿。江淮工厂有 2056 名员工。其中属于蔚来共 150 名员工，主要担任生产、质量、培训的管理岗位。代工生产减少公司的前期投入，但对公司的管理和成本带来挑战。
- **蔚来预计到今年9月底之前，合肥基地的产能将提升到每月4500-5000台，整体产能提升25%。**目前合肥工厂产能每月4000台，下半年在不追加太多投资前提下，江淮工厂双班年产能可达到15万辆。
- **供应链上，蔚来在南京建立了AMTEC（XPT），用于试生产以及生产电池PACK和EDS电驱动系统，一期产能30万/年，二期将生产永磁同步电机、ESS电池包、EDS 电驱动系统和逆变器。**

图：蔚来代工费用及亏损补偿



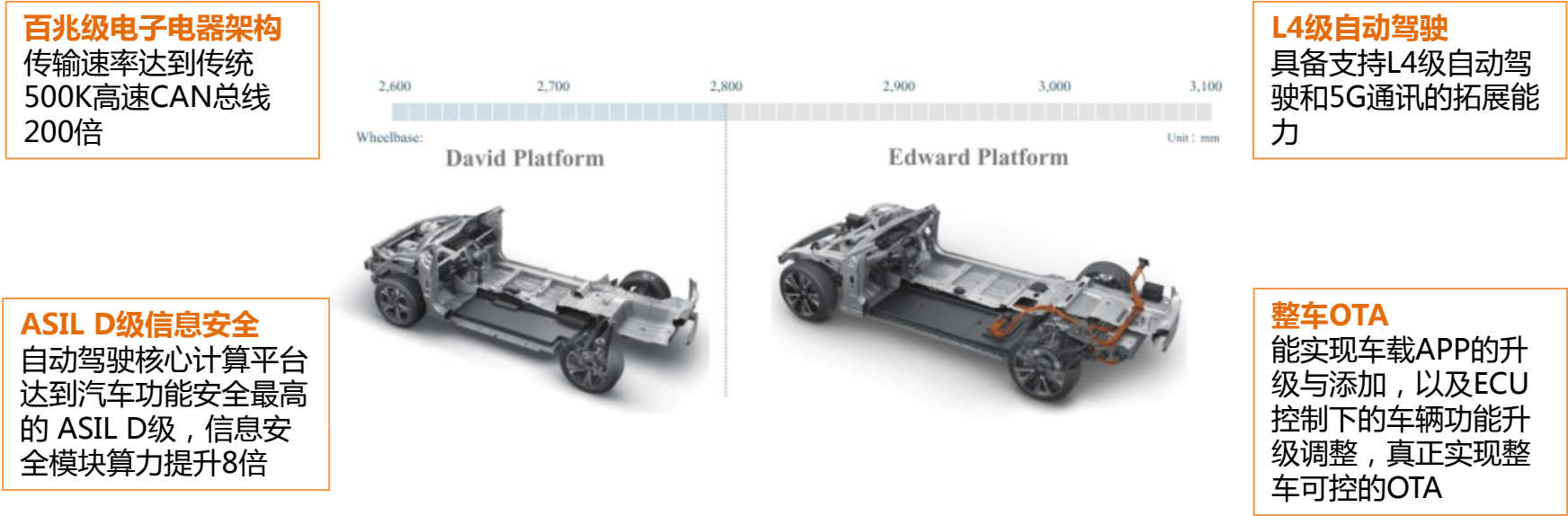
图：南京先进制造技术中心生产产品



造车新势力如何解决生产问题——小鹏

- **代工模式抢占市场先机。**在取得资质之前，小鹏汽车通过海马代工争取到了市场先机。2019年，首款量产车型小鹏G3累计交付量1.67万辆。
- **收购资质自建肇庆工厂，补齐产业链条。**今年3月21日，小鹏汽车以1600万元认缴金额收购了广东福迪汽车100%股权，从而在5月19日拿到了肇庆工厂的生产资质。肇庆工厂的建成和投产标志着小鹏汽车补齐了从研发到制造，再到销售和服务运营智能汽车全链条产业。
- **小鹏分别基于两个高度灵活的智能电动平台 David 和 Edward(SEPA)开发了两个车型小鹏 G3 和 P7。**David 平台专为轴距为 2600 - 2800 毫米的车辆而设计，而 Edward 平台专为轴距为 2800 - 3100 毫米的车辆而设计。采用集中式电子电气架构，具有轻量化、节约算力、可拓展性强、安全性高等优势。**目前SEPA平台领先大众MEB平台半代以上，仅次于特斯拉平台。**

图：小鹏智能电动平台David和Edward



造车新势力如何解决生产问题——威马

- **管理层来自传统车企，拥有丰富建厂经验，自建工厂保证品质。**威马创始人沈晖及高管团队曾在丰田、福特、吉利、沃尔沃、上海通用等公司担任核心设计或管理职位，在汽车制造、战略规划、产品运营方面经验丰富。自建工厂直接把控生产工艺和产品质量。
- **控股中顺汽车、大连黄海拿到生产资质。**温州新能源汽车智能产业园以智能化、自动化、质量保证体系为三大核心，集智能制造、智慧物流、零部件柔性化配套、自动驾驶试验四大功能于一身，通过最佳的自动化+人工组合，确保生产效率最大化。**另外，威马与湖北星晖合资，建设了湖北星晖新能源智能汽车生产基地，用于未来生产5G汽车，项目自动化率将达到100%。**

图：威马工业4.0柔性化产能+C2M客制化能力



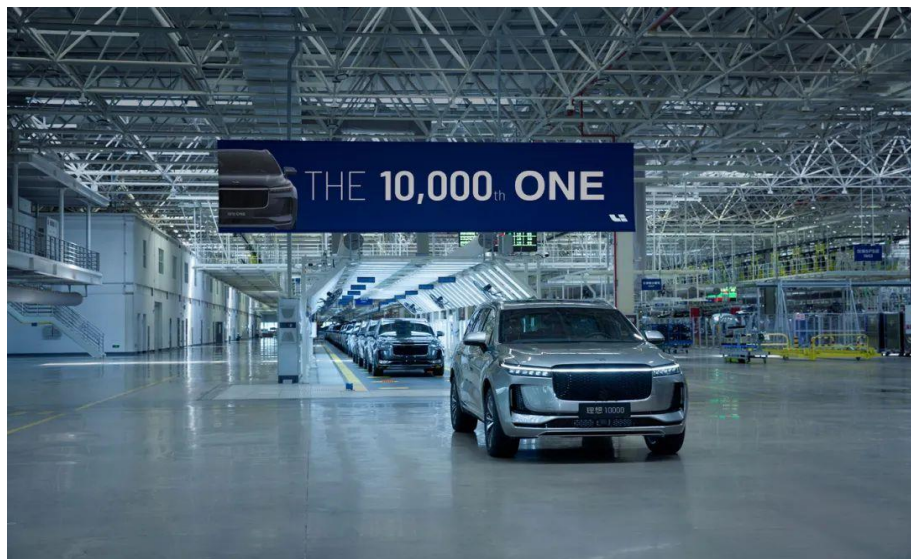
图：威马温州工厂



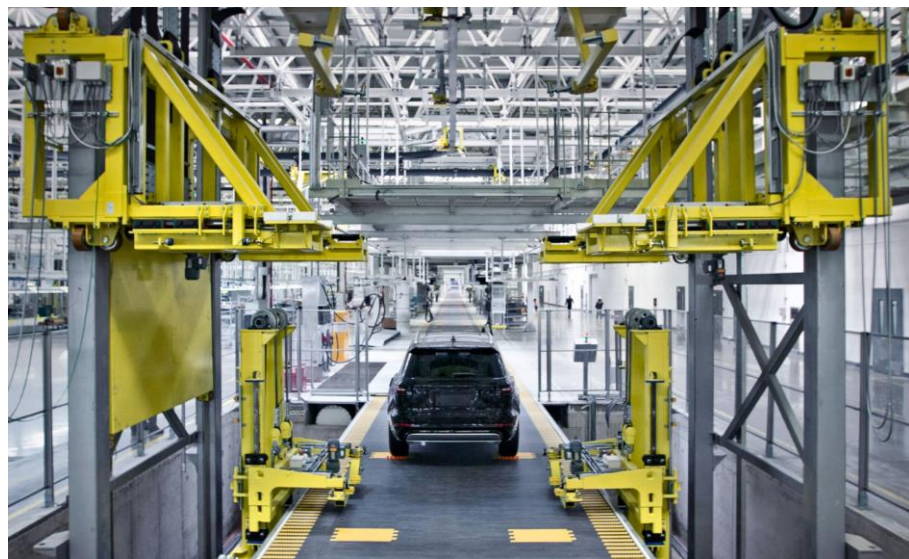
造车新势力如何解决生产问题——理想

- **6.5亿收购力帆汽车取得造车资质，自建常州智能制造基地，保障优秀工艺和质量。**目前常州生产基地年产能可以达到10万辆，可满足未来理想推出大型、中型、紧凑型SUV的产能需求。涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大车间，采用大量的先进工艺和设备。理想汽车一季度生产受到了疫情影响，但通过供应链紧密配合，生产制造快速恢复。2020年5月27日，第10000辆理想ONE从理想汽车常州制造基地下线。

图：第10000辆理想one下线



图：理想生产总装车间

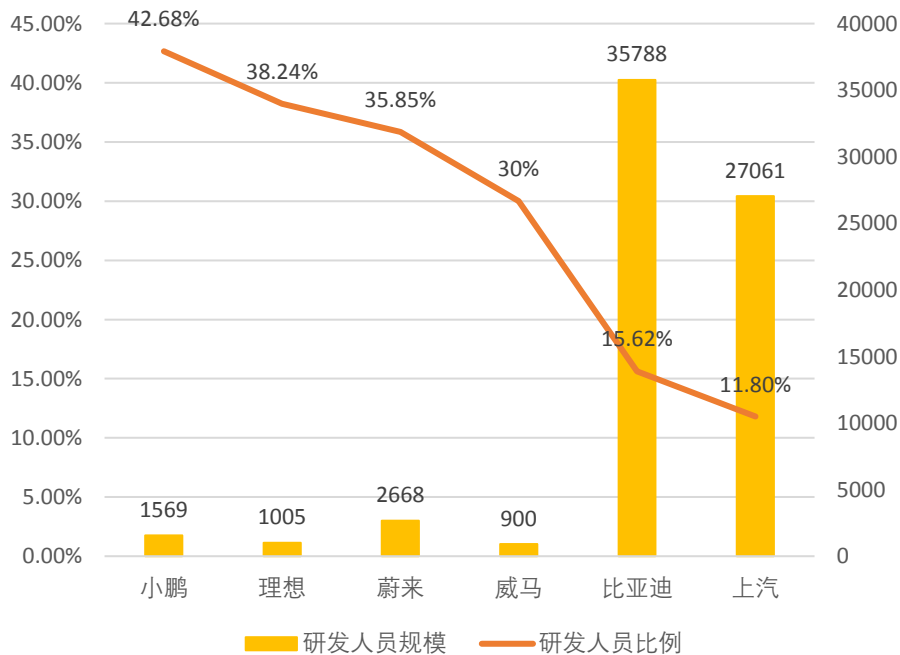


二、新势力如何价值突围？

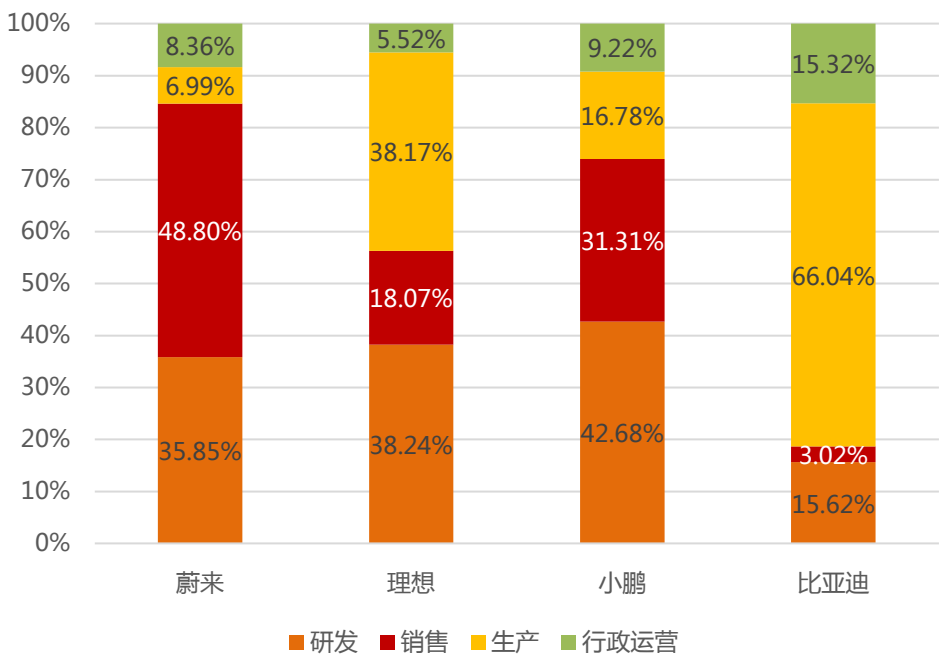
人员结构：互联网式人员结构 适应性灵活性更强

- 新势力车企人员集中于研发与销售端。与传统车企相比，新势力生产由于部分或全部外包代工，所需生产人员大幅减少，公司轻资产运营，更偏互联网化，人员结构中研发、销售占5-7成，这带来超越主机厂的组织架构优势：1) 对行业竞争适应性和灵活性更强；2) 人员精简，减少大机构臃肿化问题可能性；3) 企业资源更集中在研发端，有利于长期竞争实力累积。

图：新势力和其他车企研发人员规模及占比（%，人）



图：2019蔚来、理想、比亚迪和2020年6月小鹏员工组成



新势力价值突围：突破内外饰设计固有思维

- 高自由度内外饰设计，突破传统造车思维。新势力在车身、前脸、车灯、中控屏等的设计上一改传统车企固有思维，大胆采用科技感更高的轿跑曲线设计、流转贯穿式LED车灯、多块交互液晶大屏等，明显增加了车型识别度和记忆点。

图：新势力展示了更高自由度的突破性内外饰设计



资料来源：公司官网，天风证券研究所

新势力价值突围：各有定位 聚焦SUV精准打击

- 从价格区间来看，四家新势力由高到低为：蔚来 > 理想 > 小鹏 > 威马；
- 从车型定位上看，四家新势力选择了中国市场更为偏好的SUV领域精准打击：蔚来、理想瞄准中大型SUV市场，小鹏、威马瞄准紧凑型和中型SUV市场；目前轿车领域仅上市了小鹏P7一款车型。

图：新势力车型基本信息

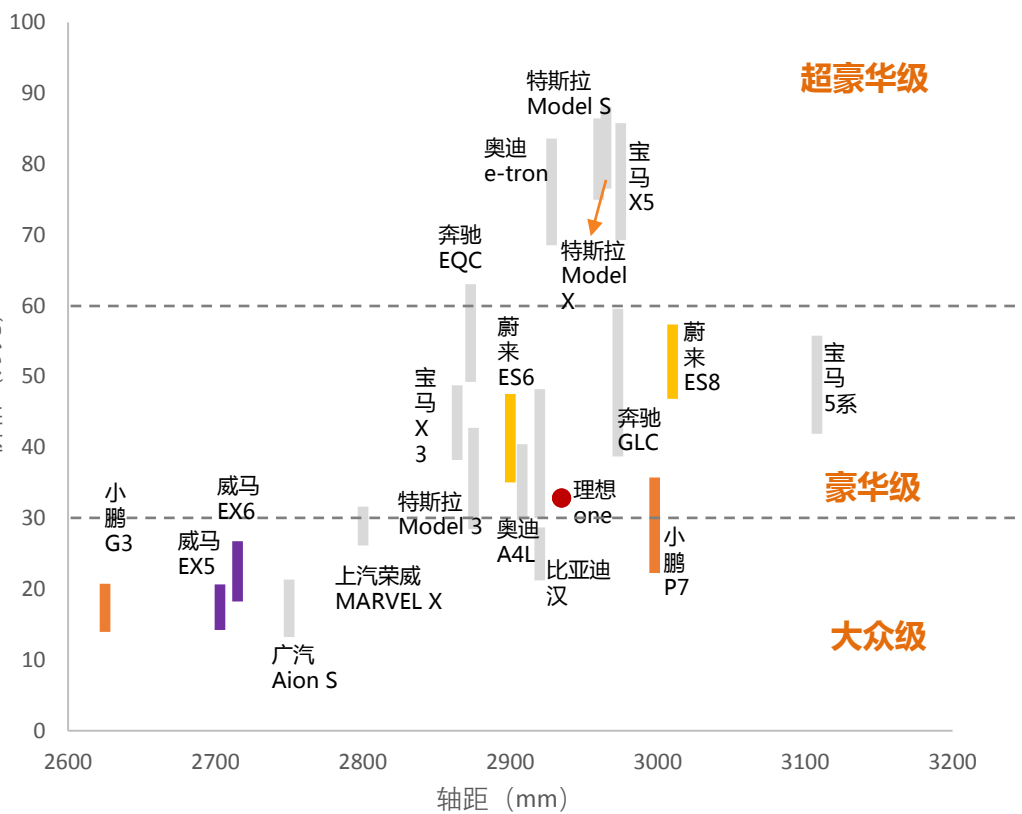
		小鹏		蔚来		威马		理想	特斯拉
		G3	P7	ES8	ES6	EX5	EX6	ONE	model 3
基本参数	价格（万元）	14.68-19.98	22.99-34.99	47.60-56.60	35.80-46.80	14.98-19.88	18.99-25.99	32.8	29.18-41.98
	新款上市时间	2019.07	2020.04	2019.12	2020.05	2020.05	2019.11	2019.10	2020.06
	定位	A级SUV	B级轿跑	C级SUV	B级SUV	A级SUV	B级SUV	C级SUV	B级轿跑
尺寸参数	长宽高 (mm*mm*mm)	4450*1820*1600	4880*1896*1450	5022*1962*1756	4850*1965*1731	4585*1835*1672	4802*1839*1710	5020*1960*1760	4694*1850*1443
	轴距（mm）	2625	2998	3010	2900	2703	2715	2935	2875
	座位数（个）	5	5	6/7	5	5	5	6/7	5
	重量（kg）	1609/1637	1865-2060	2425	2200	1780/1920	2166	2300	1614-1836
代表车型	代表车型	520 智享	后驱长续航智享	2020 415 六座	2020 420 运动	2020 EX5-Z Fun 动感版	2020 Plus 首发创始人版	2020 增程6座	2020 标准续航后驱升级版
	代表车型售价 (万元)	17.98	24.99	45.6	34.36	14.98	23.99	32.8	27.155
	代表车型续航 (km)	520	586	415	420	400	503	800	445
	月均销量(辆)	864	239	991	2558	1161	69	1611	7752

资料来源：公司官网，汽车之家，交强险（银保监会），天风证券研究所

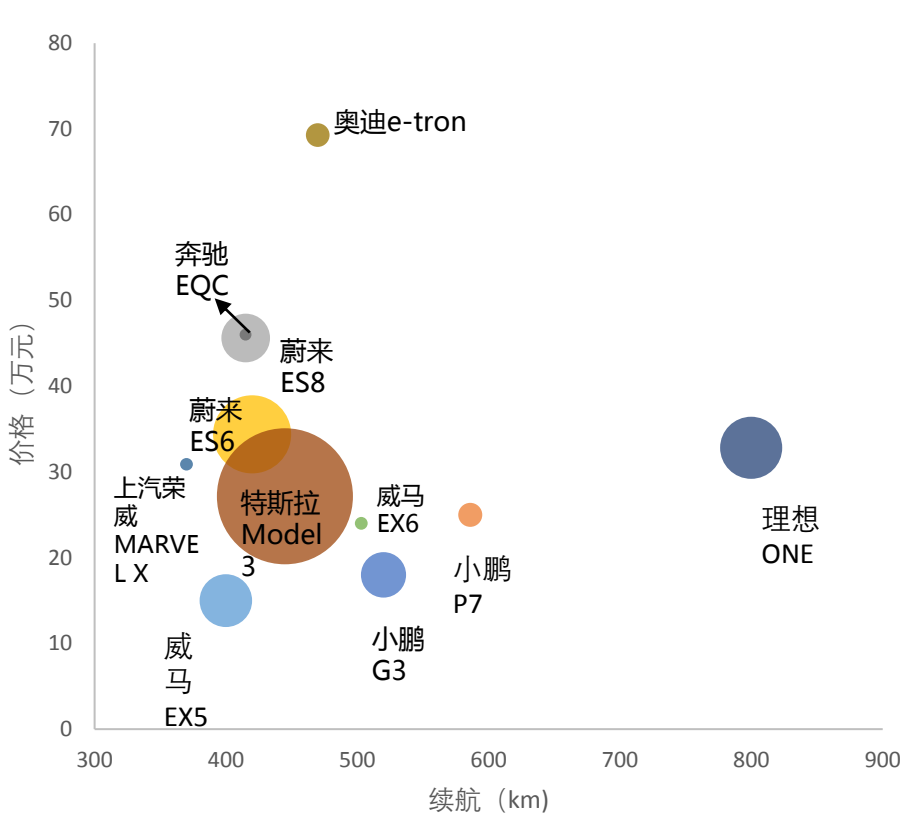
新势力价值突围：寻找差位竞争中的价格比较优势

- 各车型均具备对标车型价格比较优势。小鹏P7对标特斯拉Model 3，在轴距、价格、续航方面均有优势，G3走大众化路线，但相对其他自主品牌技术和智能化更为出色；蔚来ES8、ES6分别对标特斯拉Model X、Model Y，具备价格、售后比较优势；理想ONE对标Model Y、宝马5系，优势在于增程式带来的超强续航；

图：四大新势力与其他车型价格与轴距情况对比



图：四大新势力其他车型价格-续航-销量情况对比



资料来源：公司官网，汽车之家，交强险（银保监会），天风证券研究所

新势力价值突围：以领先的语音智能交互系统重塑用户习惯

- 新势力普遍可通过**语音控制+大屏化**打造智能座舱系统，重塑用户驾车习惯。小鹏90%应用可通过语音助手完成，理想采用四屏交互，包括数字仪表屏、中控屏、副驾娱乐屏、功能控制屏，打造多应用生态智能座舱。
- 车机系统本土化，OTA持续迭代。新势力普遍采用更合中国用户习惯的安卓系统（注：理想采用Linux-Android双系统），本土化应用更齐全，硬件上小鹏和理想搭载了高通最强骁龙820A芯片；车机系统通过OTA不断升级。

图：新势力及其他车型智能交互系统对比

	小鹏		蔚来		威马		理想	特斯拉	奔驰	奥迪
	G3智	P7智	ES8	ES6	EX5	EX6	ONE	model 3		
车载智能系统	Xmart OS	Xmart OS	NOMI OS		Living Engine	Living Engine	AUTOMOTIVE			
车载智能芯片	骁龙820A	骁龙820A			高通骁龙602A		骁龙820A、德州仪器Jacinto 6			骁龙602A
操作系统	Android	Android	Android	Android	Android	Android	Android +Linux	Linux		
智能语音助手	小P（90%）	小P（90%）	NOMI	NOMI	小威	小威	WIKI	Kitt		
亮点功能		Face ID、小米NFC、IFAA数字钥匙								
中控屏尺寸	15.6	14.97	11.3	11.3	12.8	12.8	10.1/12.3/16.2	15		
中控屏供应商	LG、长信科技	群创	德赛西威、长信科技	德赛西威、长信科技	长虹佳华	长虹佳华	京东方	长信科技		
应用生态	支付宝小程序	支付宝小程序	腾讯		百度地图，腾讯		腾讯、高德、爱奇艺		百度语音AI	

资料来源：公司官网，英伟达官网，汽车之家，天风证券研究所

新势力价值突围：自动驾驶系统紧跟特斯拉步伐

- 特斯拉自研芯片，深度融合传感器和软件系统。HW3.0在系统上集成两颗FSD芯片，执行双神经网络处理器冗余模式，算力合计72TOPS，性能为NVIDIA方案的21倍。
- 新势力标配L2+辅助驾驶系统，小鹏P7紧追特斯拉有望率先实现L3自动驾驶。新势力普遍搭载Mobileye Q4芯片，可实现L2级自动驾驶。小鹏P7搭载英伟达最强芯片DRIVE Xavier，算力达到30TOPS，为Mobileye Q4的10倍以上，通过14个摄像头构成两套视觉系统，具备行业领先的亚米级高精定位。

图：新势力自动驾驶系统对比

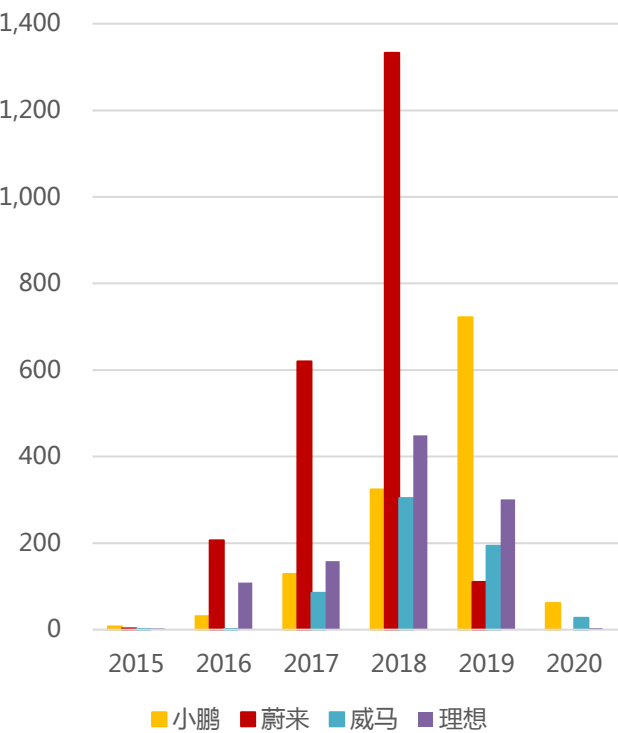
	小鹏G3	小鹏P7	蔚来ES8	蔚来ES6	威马EX5	威马EX6	理想ONE	特斯拉model 3	谷歌Waymo 5	宝马5系L2, X5	奔驰L2	奥迪A8 L3	上汽荣威MARVEL X	广汽Aion S
自动驾驶级别	L2.5	L3	L2	L2	L2	L2	L2	L3	L4	L2	L2	L2	L2	L2
自动驾驶系统	Xpilot 2.5	Xpilot 3.0	NIO Pilot	NIO Pilot	Living Pilot	Living Pilot		Autopilot (双FSD)		Connect Drive	Drive Pilot	zFAS	斑马智行 3.0	Adigo
自动驾驶芯片	Mobileye Q4	英伟达DRIVE Xavier	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	HW 3.0	Tensor Processing Unit(TPU)	Mobileye EyeQ4		EyeQ3+英伟达 K1 + Altera Cyclone + 英飞凌Aurix		
芯片算力 (TOPS)	2.5	30	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	72		2.5				
芯片功耗 (W)	3	30	3	3	3	3	3	72		3				
制备工艺	28nm	12nm	28nm	28nm	28nm	28nm	28nm	14nm		28nm				
传感器总计	20	31	25	23	20	20	18	22	40	12	21	23	21	20
激光雷达	-	-							5			1		
毫米波雷达	3	5	5	5	3	3	1	1	6	3	4	5	3	3
超声波雷达	12	12	12	12	12	12	12	12		8	12	12	12	12
前置/感知摄像头	1	9	3	1	1	1	1	3	29	1	1	1		
环视/其他摄像头	4	4	4	4	4	4	4	6			4	4	6	5
车内摄像头		1	1	1										
定位	GNSS&IMU	亚米级HD MAP							自研					
自适应巡航	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						
自动泊车	✓	超级泊车、记忆泊车	✓	✓	✓	✓	✓	✓						
自动变道	✓	✓	✓	✓				✓						
高精定位		✓						✓						
信号识别								✓						
城市道路辅助					ASL自动限速调节			✓						

资料来源：公司官网，太阳能汽车网，凤凰网，天风证券研究所

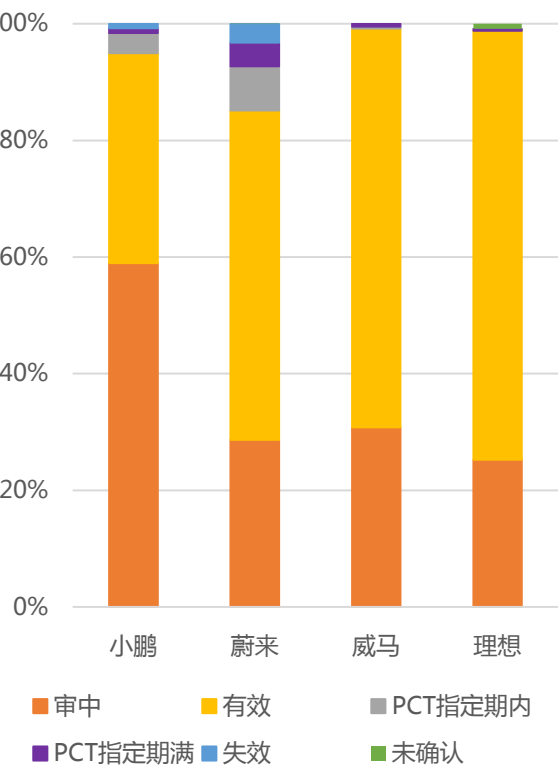
新势力价值突围：核心技术累计构建长期护城河

- 专利数申请及授予量可侧面验证各车企核心技术积累。各车企技术研发及专利申请集中于车型投放市场前，如18年的蔚来以及19年的小鹏。从累计专利总申请量排名看：蔚来>小鹏>理想>威马；小鹏在19年专利新申请数激增，多数尚待转化成有效专利。新势力专利申请以中国为主，全球研发布局上，蔚来、小鹏具备前瞻性。

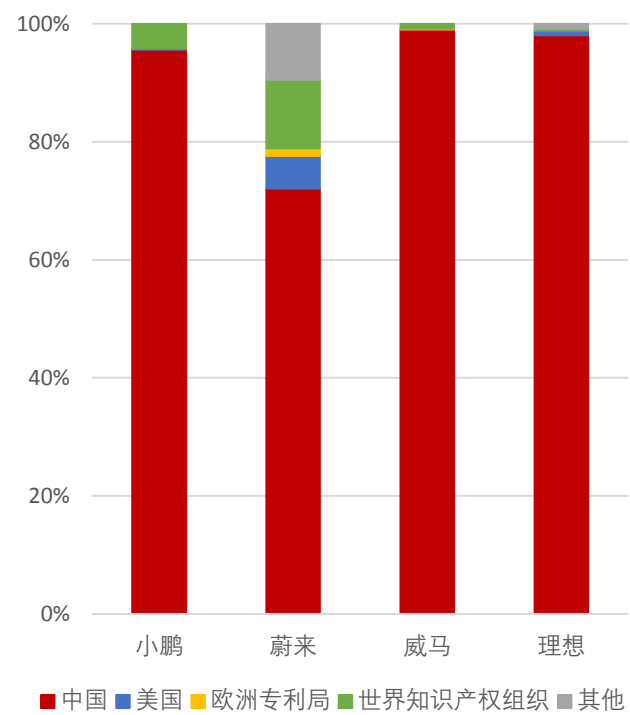
图：新势力专利总申请量对比（项）



图：新势力专利申请状态分布对比



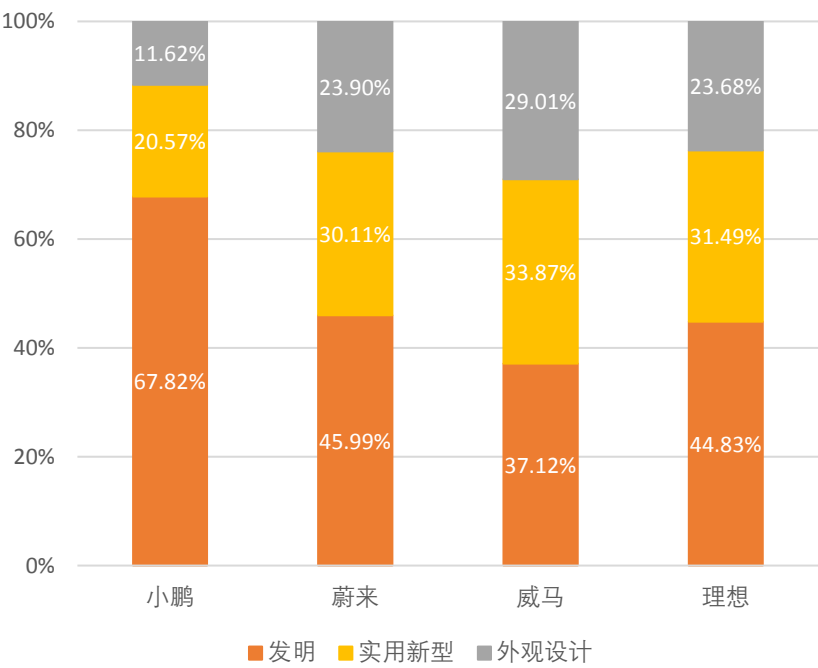
图：新势力专利申请地域分布对比



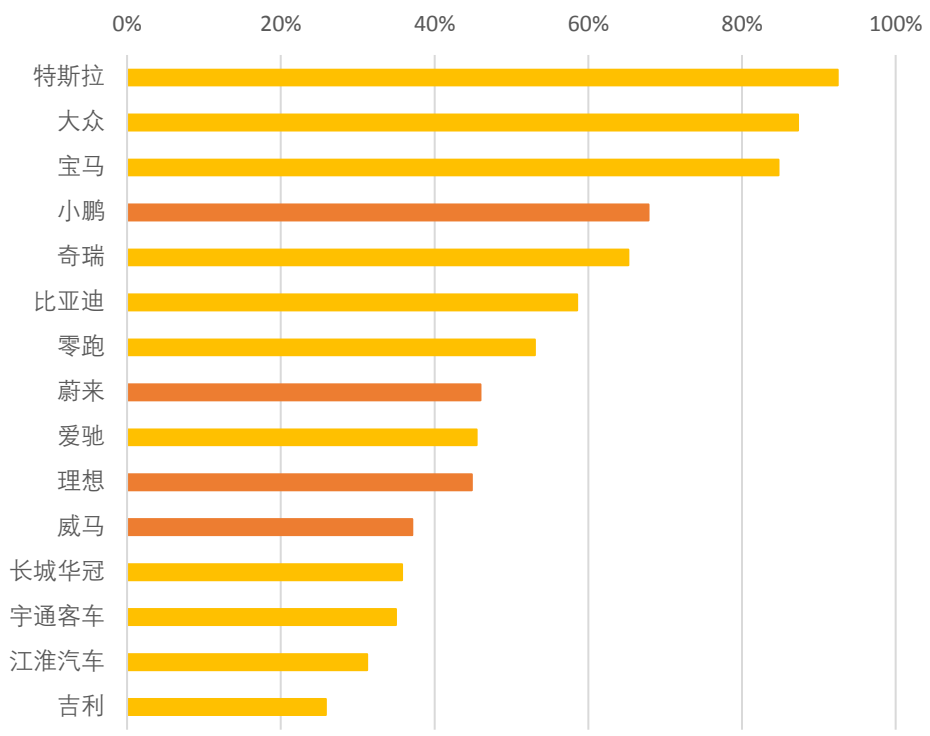
新势力价值突围：发明专利代表更高技术突破与创新

- 发明专利代表了更高的技术创新实力。相比新型实用和外观设计，发明专利审查标准严，审查周期长，因而代表了更高的技术突破性和独创性。截至2020年8月的汽车专利公开量中，特斯拉发明专利占比高达92%，小鹏汽车发明专利占比67.82%，在专利质量方面也显示出小鹏汽车“科技智造”的属性。

图：新势力累计专利类型分布对比



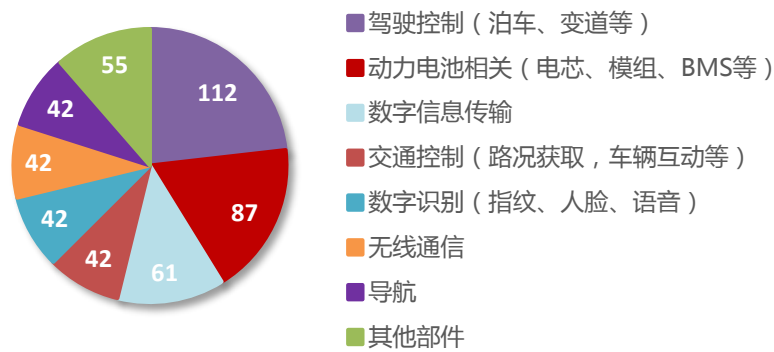
图：各车企累计发明专利占比情况



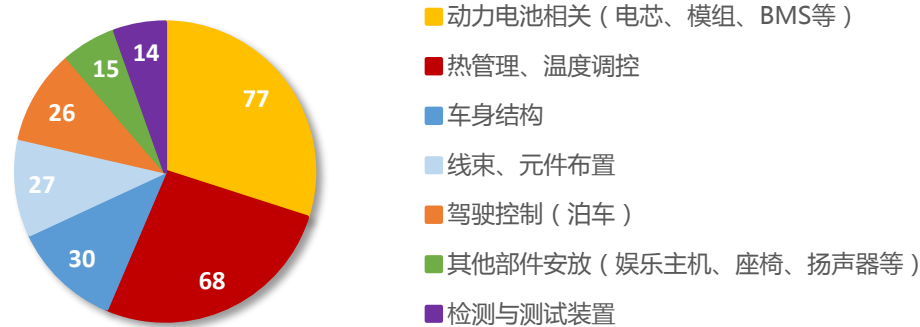
新势力价值突围：专利分布凸显各车企研发重心

- 从专利主题分布可见各新势力不同的研发主攻方向：小鹏着力自动驾驶感知操控、电池系统开发；蔚来则注重充换电技术与三电系统研发；威马研发重点为电池及热管理技术；理想在数字信息传输、电池技术、线束与电子控制单元等维度均有布局。

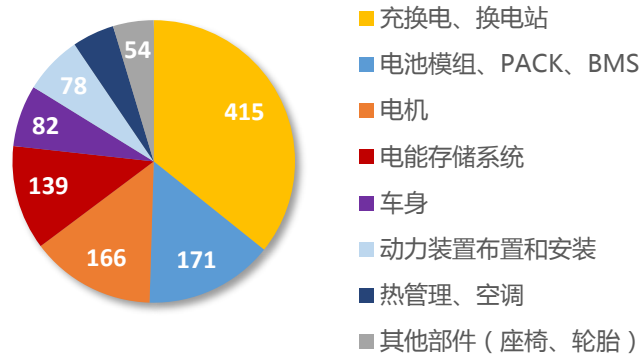
图：小鹏专利主题分布



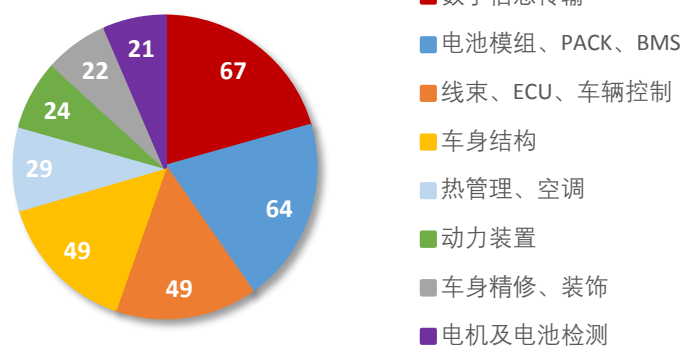
图：威马专利主题分布



图：蔚来专利主题分布



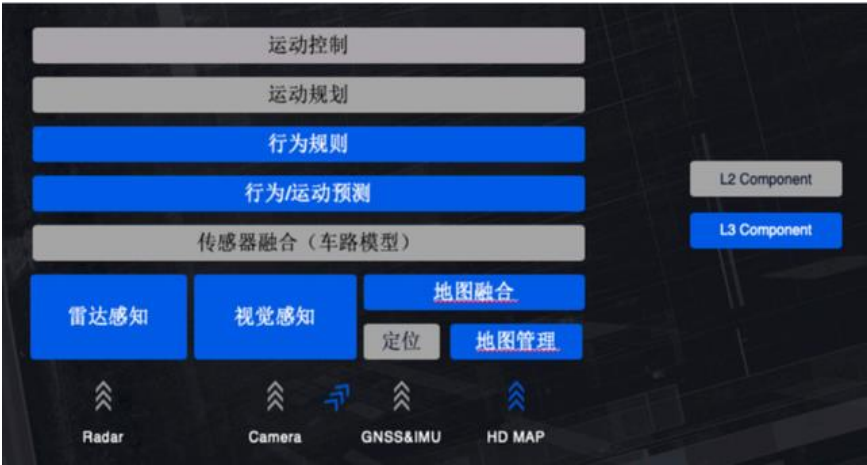
图：理想专利主题分布



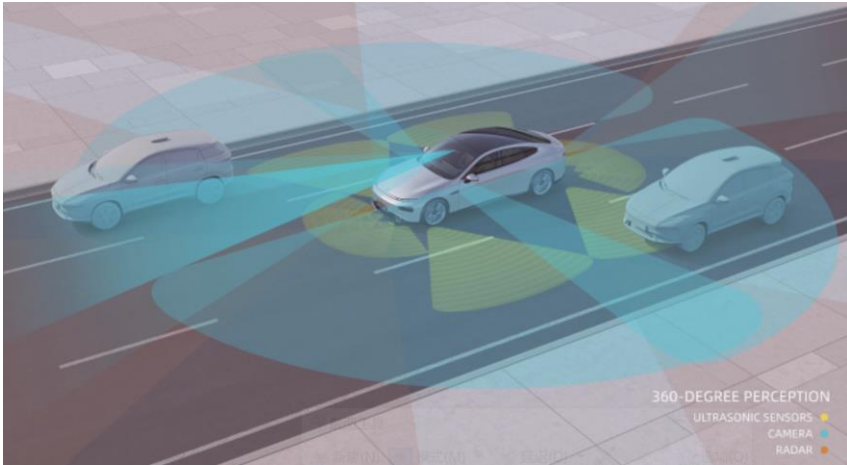
新势力价值突围：小鹏——手握自动驾驶核心 本土化占优

- 自动驾驶算法架构包括感知、决策规划、控制三个环节，小鹏P7环境感知与定位技术换用自主研发，实现全闭环自研，相较其他新势力，在研发节奏和实现产品差异化上更具潜在优势。
- 硬件上，小鹏P7搭载了12个超声波雷达、5个高精度博世第五代毫米波雷达、1个前置三目摄像头，1个前置单目摄像头、5个增强感知摄像头、4个环视摄像头和1个车内摄像头。此外，小鹏P7还具有英伟达DRIVE Xavier计算单元，以及高德的高精度地图，结合三重高精度定位硬件（GPS+RTK+IMU）的使用，P7相对定位精度小于0.3%，有效提升了在立交桥、隧道或恶劣天气下自动驾驶的稳定性和安全性。其自动泊车覆盖70%中国场景，成功率80%，通过本土化数据收集形成了差异化优势。

图：小鹏自动驾驶算法架构



图：小鹏P7传感器配置



13*自动驾驶摄像头	5*毫米波雷达	1*高精定位
1*车内摄像头	12*超声波雷达	1*HD MAP

新势力价值突围：小鹏——深耕自动驾驶研发

- 小鹏自动驾驶研发中心分布在上海和硅谷，2020年6月，小鹏自动驾驶团队人数达267人，其中2019年博士和硕士员工占比83%，包括很多来自高通、特斯拉、谷歌、英伟达、三星、华为、微软、英特尔等知名科技算法公司。
- 小鹏智能网联团队主要分为车载系统（中控、液晶仪表、手机）和车联平台（云端服务）两大业务方向，2018年硬件团队约20人，负责集中化的车载系统设计研发，软件团队约45人，负责开发小鹏App Store，增加车主社交体验，云服务/大数据团队约35人，负责提升车联网系统安全，以及挖掘用户数据并应用。成员主要来自BAT等互联网公司，以及汽车、手机和电子通信行业。



新势力价值突围：小鹏——OTA密集升级 刷新智驾体验

- 小鹏自19年推出Xmart以来密集升级，累计新增功能59项，优化功能1912项，升级集中在自动驾驶和智能座舱优化上。

图：新势力OTA记录对比

	版本	时间	优化功能	开放功能	新增功能
小鹏	Xmart OS 1.8	2020/6/23	智能泊车系统、智能驾驶系统、车载智能系统		
	Xmart OS 1.7.1	2020/3/2			“高温抑菌”功能
	Xmart OS 1.7	2020/1/10	智能泊车系统、智能驾驶系统、智能导航、AI语音助手等		
	Xmart OS 1.6.1	2019/11/15	AI智能、行车记录仪、电动座椅、远程诊断系统等		DOW 车门开启预警、智能除味
	Xmart OS 1.6	2019/9/25	LCC系统、ACC系统、ALC系统、智能泊车系统、BMS系统		
	Xmart OS 1.5	2019/7/28	XPILOT 2.5全自动泊车系统、ACC系统、基于人脸识别的ID 登录	ALC、TJA 交通拥堵辅助、疲劳预警、分神预警	FDM前向车距监测、CIW加塞预警
	Xmart OS 1.4	2019/6/11	泊车开始提示音、AI语音助手、智能导航	ICA 智能巡航辅助；新增违章查询	
	Xmart OS 1.3	2019/4/27	“你好 小P” AI语音助手、新手引导		行车记录仪、基于人脸识别的ID 登录与车辆个性设置
蔚来	Xmart OS 1.2	2019/4/8	超级自动泊车、ACC 系统、XPILOT 2.5全自动泊车系统及充电服务等		遥控泊车、ATC、智能导航、空调节能模式等
	Xmart OS 1.1	2019/1/10	XPILOT 2.5、X-Mart OS、电池包能力		车辆钥匙召唤功能
	NIO OS 2.6.5	2020/6/15	泊车影像界面、全自动泊车系统等	车载 QQ 音 乐支持豪华绿钻会员	NIO OS浅色模式、地图充电桩/换电站详细信息
	NIO OS 2.5.0	2020/2/20			智能场景推荐、远程方向盘/座椅加热、电池智能预热开关、车内照片分享、AEB、超车辅助
	NIO OS 2.4.0	2019/12/17			雪地模式（扭矩锁定 50：50）、主驾座椅记忆
	NIO OS 2.3.0	2019/10/10	节能模式（百公里加速由 6.9s 变为 9.9s）		动态仪表界面以及车道自动模拟、窄路辅助、疲劳驾驶监控、车辆最大充电上限
	NIO OS 2.2.0		降低 ACC/Pilot 功能的电量消耗	ES6 支持全自动泊车系统	
	NIO OS 2.1.0	2019/7/29		ES8 支持全自动泊车 S-APA	
威马	NIO OS 2.0.0	2019/6/10	全新 UI/UX 设计	ES8 NIO Pilot 主要功能开放	
	NIO OS 1.2.1	2019/3/9	NOMI Halo 升级		百度地图
	Living Engine 1.1	2018/12/20	涉及7大控制器的13大功能模块，135项车内体验，Bug387条		
	Living Engine 1.2	2019/8/21			唤醒功能、喜马拉雅车载音频
	Living Engine 1.3.1	2019/11/8	黑晶面板按键音反馈	一键速检中的电池健康度，胎压传感器等	EX5原生轻社交应用威见（Wmeet）、免唤醒控制行车记录仪拍照、语音搜索并导航到即刻行充电桩
	Living Engine 1.4	2019/12/20			车家互联功能可控制IoT智能家居
	Living Engine 2.0	2020/6/30			EX6威见、人脸识别系统、疲劳预警系统、警卫模式
	V1.3	2020/7/24	音效Hi-Fi模式效果、音量调节逻辑、常温快充效率等14项	10款Android手机蓝牙钥匙	全屏后视镜、QQ音乐、副驾驶屏应用爱趣听等13项
理想	V1.2.5	2020/5/31	上下电逻辑、车辆驾驶模式、尾门关门开锁逻辑、ACC、APA、蓝牙连接		手机蓝牙钥匙、开启/关闭尾门预约充电设置
	V1.1.9	2020/4/27	调整能源模式提升可用油量至44L、辅助驾驶系统性能、手机app唤醒车辆速度、		
	V1.0.7	2020/2/24	总续航里程显示、轮毂视角功能、微信车载版应用		
	V1.0.6	2020/1/15	中/低油量时剩余里程显示方式、蓄电池补电策略		
	V1.0.4	2019/12/20	停车时电量消耗、部分工作下燃油消耗、辅助驾驶系统性能		预约充电功能、音响HiFi模式、环绕模式
			误报警问题、部分报警显示方式		

资料来源：公司官网，华夏信息网、凤凰网、车云网等，天风证券研究所

新势力价值突围：小鹏——完善智能出行生态链

- **开放应用市场+支付宝小程序双重车载应用生态。**小鹏应用生态已支持上百款应用服务。同时，车辆硬件能力在安全档位下可对第三方应用开放，车载应用和服务可使用车内硬件能力实施操控。小程序则主要是车主服务，通过交通出行、生活服务、休闲娱乐、内容资讯的逐渐丰满实现真正的智能出行。
- **小鹏APP打造用户社交+粉丝电商平台。**小鹏APP具有线上订车、用户社交、充电信息查询、售后及金融服务以及粉丝电商功能，界面一体化程度高。
- **通过外部合作，提升车主体验。**小鹏通过与蔚来、特来电合作，提升充电服务，通过与金融机构合作推出车险和车贷服务。

图：小鹏双应用生态



图：小鹏外部合作情况

合作方	合作领域	简介	时间
海马汽车	生产	G3生产代工	2017年10月
海格通信	定位	北斗智能驾驶汽车导航系统	2017年5月
蔚来汽车	充电、查询、支付等	蔚来NioPower超充桩正式接入小鹏汽车APP	2019年12月
李宁电竞俱乐部	营销	G3成为合作期间LNG战队指定用车	2020年7月
太平洋保险、安盛保险	智能车险	护航计划	2020年7月
中国银行、平安银行	汽车金融	小鹏金服	2018年10月
德赛西威、英伟达	自动驾驶	适应中国环境的L3自动驾驶技术	2018年11月
东方购物	营销	G3亮相《汽车新势力》	2020年5月
支付宝	车主服务	车载支付、小程序生态体系	2019年11月
IFAA	数字车钥	参与到标准的建立，也就意味着小鹏在框架流程、接口协议、安全能力等层面从技术底层规范上便拥有话语权，占领先机。	2019年9月
特来电	充电	充电桩、超充站、特约站	2019年9月
小桔车服	用车服务	杭州网约车、长租、充电、维修和保养，每月3000租	2020年1月
小米	NFC	小米9pro 贴近P7车身可开门	2019年9月
高德地图	高精度地图	车道级定位，辅助环境感知	2020年4月

新势力价值突围：蔚来——构建全球整车研发体系

- 蔚来打造了强大完整的全球研发网络，广纳各地区优势性的人才和资源，并通过自主研发掌握了三电系统，自动驾驶等一系列智能电动汽车核心技术。



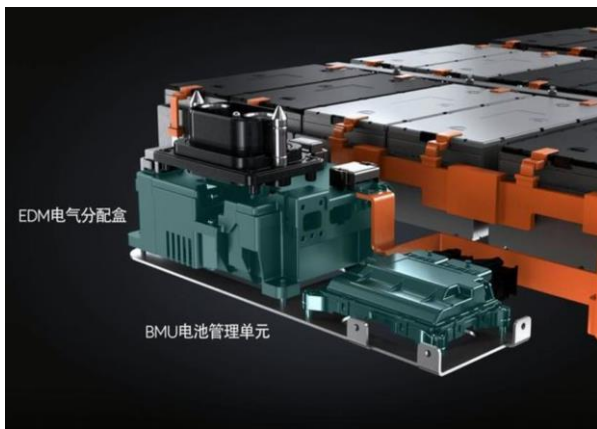
新势力价值突围：蔚来——把握三电核心技术开发

- 蔚来动力电池模组由宁德时代提供，而电池PACK设计则由蔚然（南京）储能技术公司、苏州正力蔚来负责。蔚来电池包重量525kg，ES8整备质量约2400kg，占比不到1/4；蔚来动力电池系统称为ESS储能系统，其中70kWh的ESS储能系统采用规格PHEV2的50AH方形电芯，相较其他电芯具备更好的单体安全性和一致性，但是在成本上相对较高。
- 蔚来的BMS相当于BMU（Battery Management Unit）+N个CSC（Cell Supervisory Controller），可实现SOC精准测量与估算、优秀的均衡策略、实时SOH计算预估、电池监控和实时预警等特性，从而保障电池性能稳定输出，确保动力电池长寿命。
- 电机在南京XPT自研自产，后置240kW高性能感应电机，采用世界领先的铜转子技术，使得其在0-5500转范围内，均可输出420Nm最大扭矩，在5000-6000转间，功率和扭矩几乎都能够达到峰值，从而获得优秀的加速表现；前置160kW永磁同步电机在定子上采用先进的扁导线技术，拥有远高于行业标准的铜线规格和数量，以最高96.7%的能量转换效率，实现性能与续航的高平衡。此外ES8采用国内首个大输入功率减速箱，拥有恒定速比专利，采用“三合一”高度集成的电驱动单元（PEU,GB,EM）并与整车热管理系统连接，有效实现了整套动力系统的轻量化和有效散热。

图：蔚来ESS储能系统



图：蔚来BMS电池管理系统



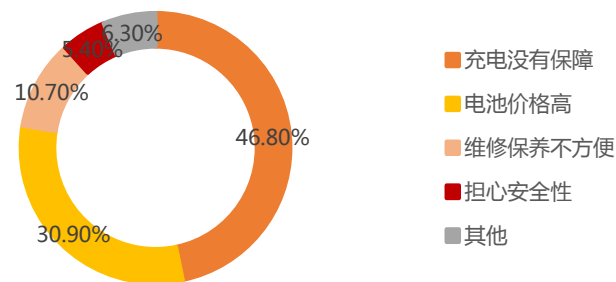
图：蔚来南京XPT EDS转子生产线



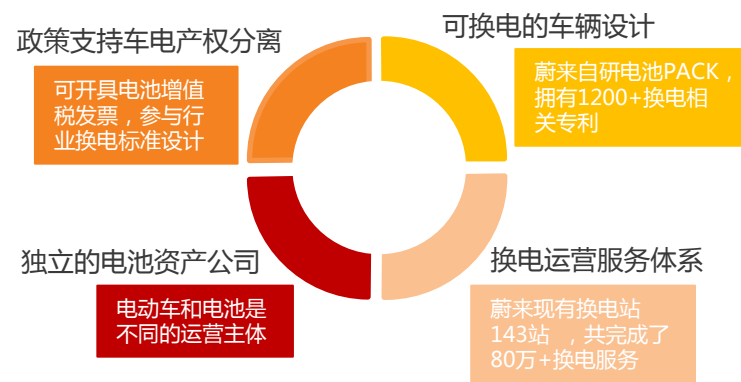
新势力价值突围：蔚来——Baas模式促进车电分离

- 2020年8月20日，蔚来推出Baas模式补齐换电布局。用户在电动车上最关心充电保障和电池价格问题，蔚来换电模式使得电动车补能时间缩至燃油车水平，在此基础上进一步推出电池租赁方案，可降低车价7万元，而补贴、金融服务、免费换电等政策均保持一致。此外，到2020年10月12日，蔚来免费换电政策将有所收紧，终身免费换电将改为每月前6次免收服务费，仅收取电费。
- 电池租赁模式对于换车频率较高，购车资金不足的用户具有较高吸引力。蔚来预计市场培育期约2-3年，前期约有20-30%用户或接受这一模式。

图：用户对电动车没有兴趣的原因



图：Baas模式先决条件



图：蔚来电池租用与买断模式比较

	Baas租用电池	电池租用计划（10月终止）	买断电池
车价减免（万元）	-7	-10	0
月租金（元）	980	1660	0
回收期*	6年	5年	
所有权归属	蔚能	车主	车主
保值率	较高	较低	较低

图：蔚来与传统燃油车用户使用成本比较

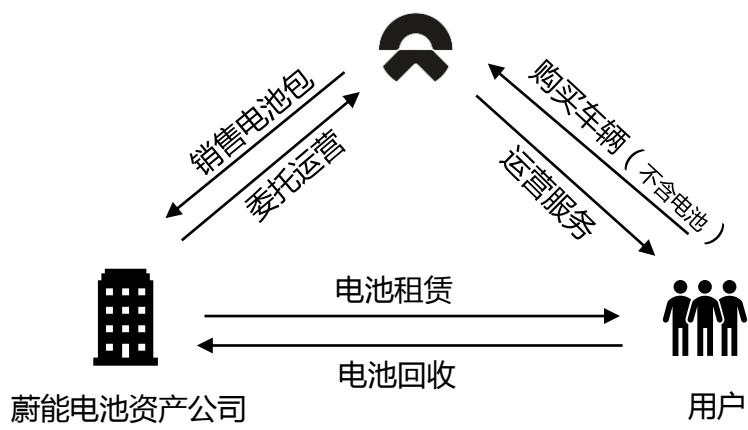
	NIO ES6性能版	BMW X3 iDrive25i M	奔驰GLC260L 4matic 动感版	奥迪Q5L 40 TFSI 荣享进取型
售价（万元）	39.80	38.98	39.48	38.78
补贴后价格	38.36	38.98	39.48	38.78
Baas购车价	31.36	38.98	39.48	38.78
购置税（万元）	0.00	3.44	3.49	3.43
首付（30%）	9.41	11.69	11.84	11.63
月供（元）（费率2.99%，36月）	6645	8259	8365	8217
补能费（元）	1200（980月租费，220日常补能费）	1400	1400	1400

资料来源：蔚来官方公众号、电动知士、新浪财经、第一电动等，天风证券研究所

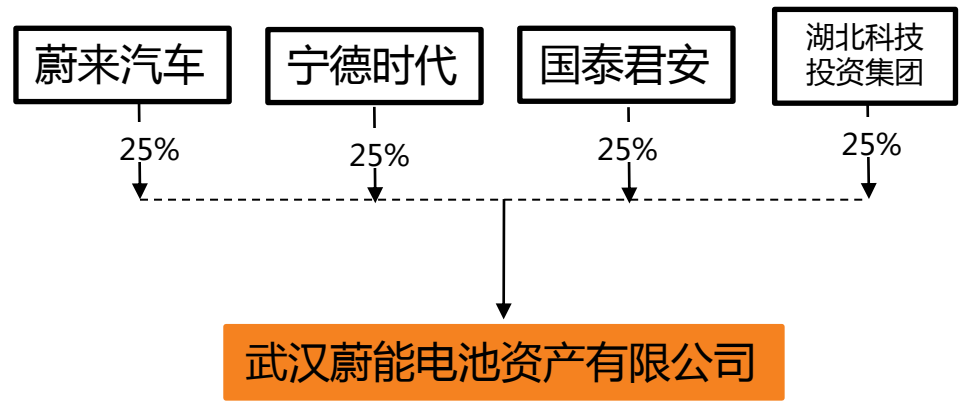
新势力价值突围：蔚来——Baas模式促进车电分离

- 蔚来正在搭建闭环生态体系，自己主导汽车销售、充换电服务、二手车等围绕用户服务的环节，而将电池租赁、电池回收等重资产部分与合作方共同承担。一方面，将上游供应方变为合作伙伴，可降低电池采购成本，另一方面，宁德时代也非常关注动力电池回收，Baas模式下电池所有权归属蔚能而非车主，有效防止电池流入非正规渠道，并且规模化回收电池也可从全生命周期降低车辆成本。蔚来计划实现1100座换电站，并计划明年（2021）建设300座换电站，资金压力较大，国泰君安、湖北科投的加入有助于推动资产证券化融资。湖北科投除投资蔚能外，还持有武汉蔚来能源有限公司近49%的股份。

图：蔚来汽车、用户、电池资产公司之间的商业闭环

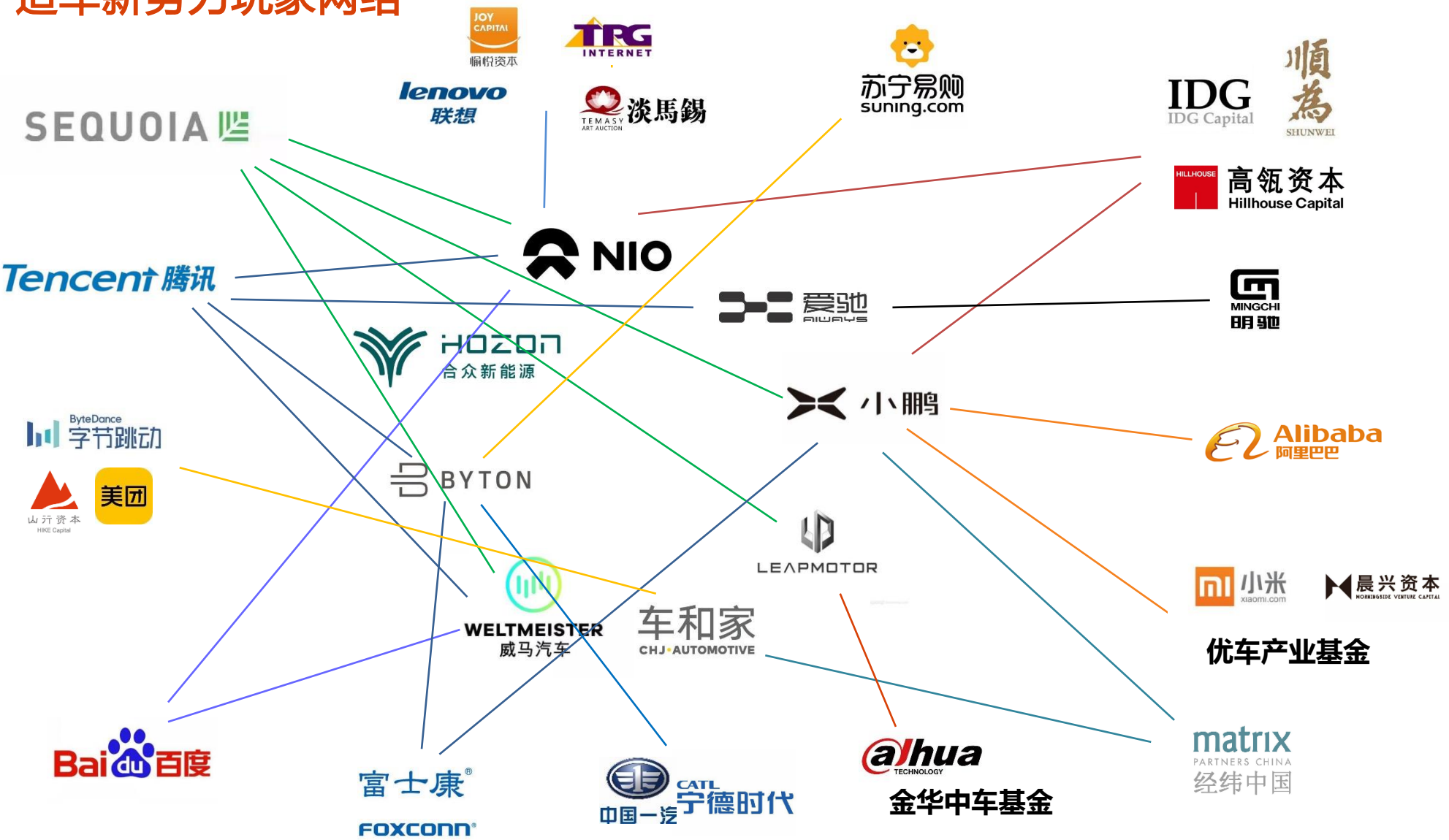


图：蔚能电池资产有限公司股权结构



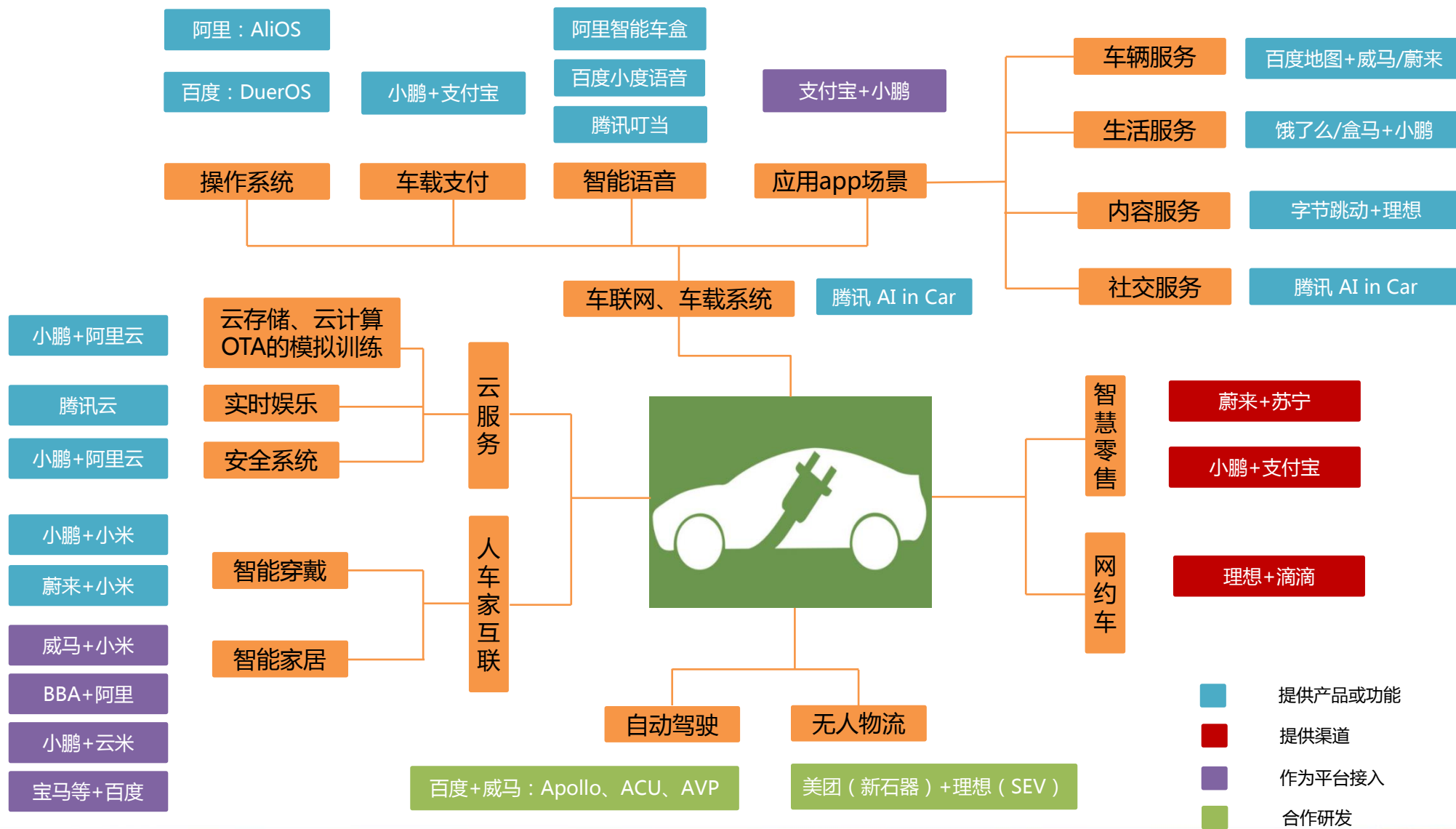
三、谁在押注新势力？

造车新势力玩家网络



资料来源：招股说明书、公司官网、电车之家、天眼查、天风证券研究所

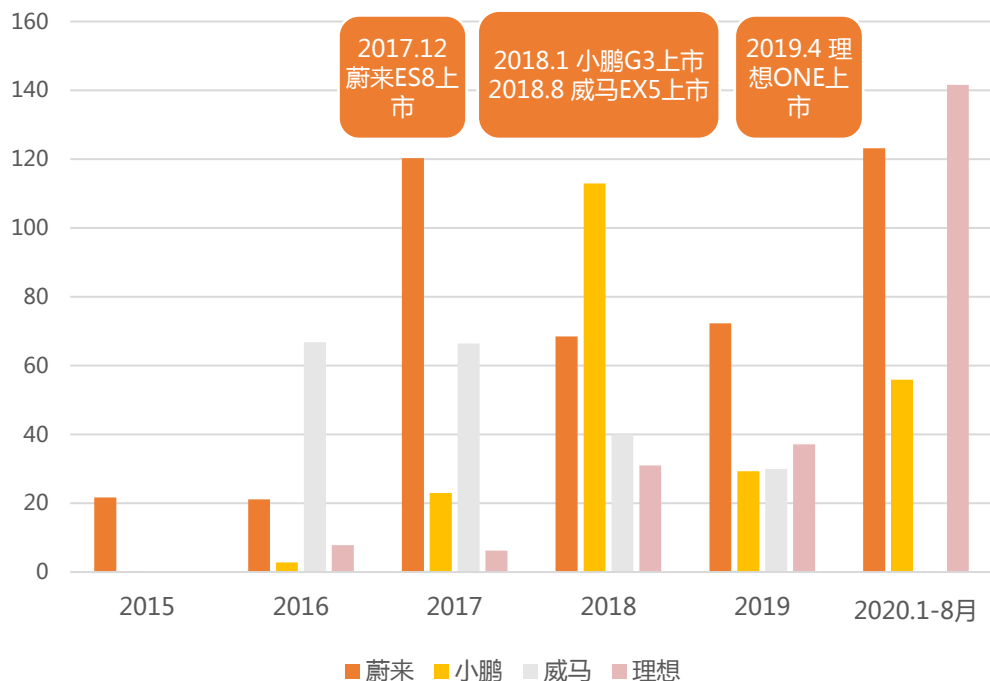
互联网巨头助力智能网联



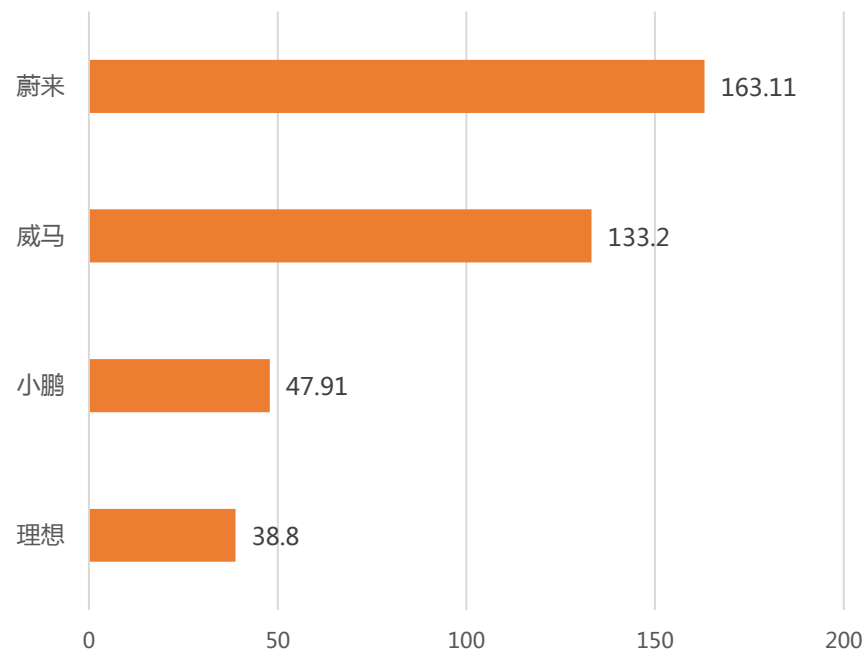
四大造车新势力融资总额已超千亿元

- 四大造车新势力跟随产品研发节奏，扩大融资规模。15年至今，蔚来融资427亿元，威马融资203亿元，小鹏融资224亿元，理想融资224亿元，四家累计已超千亿。
- 从首款量产车上市前融资额对比的角度看，蔚来以163.11亿元第一，威马第二为133.2亿元，小鹏和理想相对节约，首款车上市前仅分别融资47.9亿元、38.8亿元。

图：造车新势力各年份融资额对比（单位：亿元）



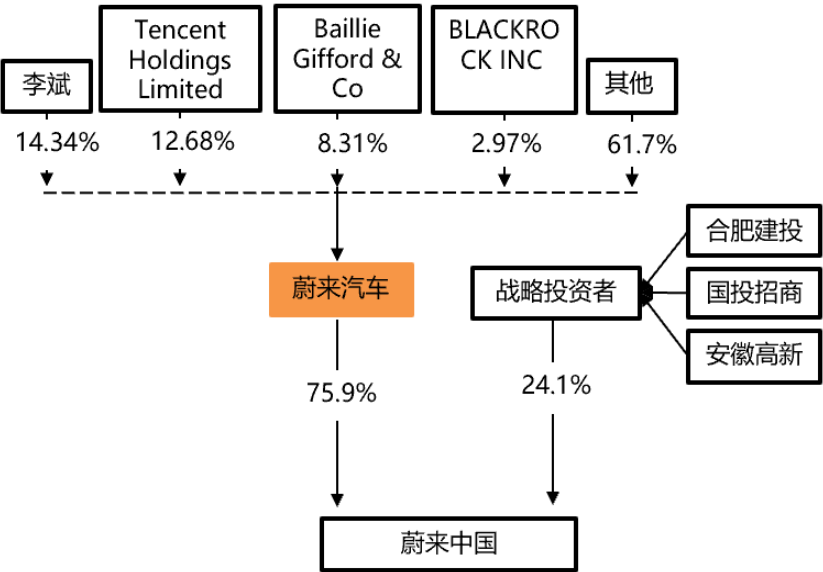
图：造车新势力首款量产车上市前融资金额（单位：亿元）



蔚来汽车：多方外部融资 累计规模超400亿元

- 蔚来汽车的主要股东有公司董事长李斌、腾讯产投等，自2015年3月以来累计融资额超400亿元，投资主体“蔚来汽车”已实现美国上市。
- 今年4月29日，蔚来中国总部落户合肥，获当地政府支持，并收到有对赌协议下70亿元战略投资。

图：蔚来汽车股权结构图



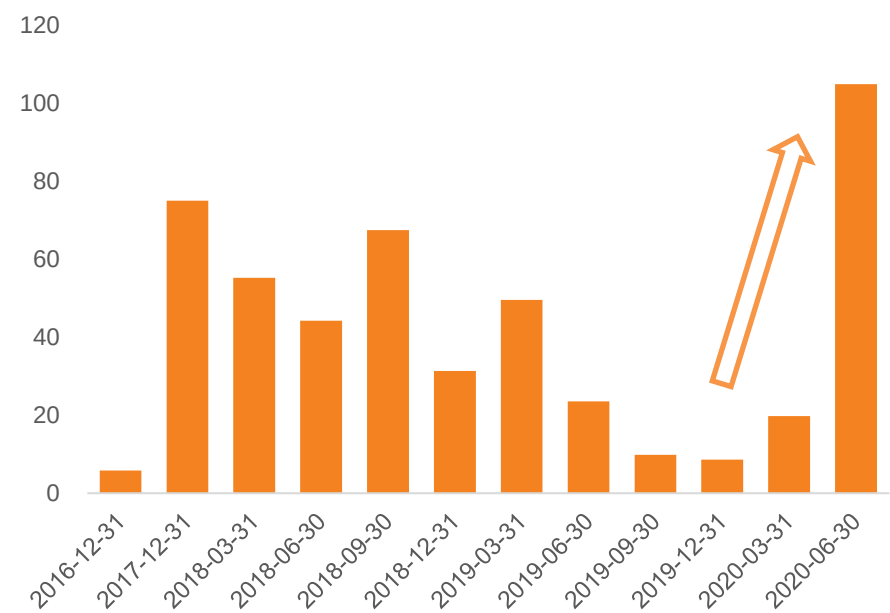
图：蔚来汽车融资历程

时间	类型	融资金额	投资人
2015年3月	A1	10.31亿元	李斌,高瓴资本
2015年6月	A2	8.68亿元	高瓴资本,腾讯产业,顺为资本
2016年3月	A3	3.47亿元	红杉, Padmasree Warrior,愉悦资本
2017年2月	B	21.74亿元	淡马锡,腾讯,高瓴,顺为,TPG,IDG,联想,愉悦资本
2017年7月	C	42.89亿元	百度,腾讯,淡马锡,联想,高瓴,UBS,TPG,IDG,中信资产
2017年12月	D	75.90亿元	腾讯,Leap Prospect,淡马锡,TPG等
2018年9月	上市融资	68.5亿元	
2019年1月	公开发行可转债	50.7亿元	
2020年3月	非公开发行可转债	45.06亿元	
2020年4月	战略投资	70.4亿元	合肥建投、国投招商、安徽高新
2020年6月	增发新股	30.1亿元	

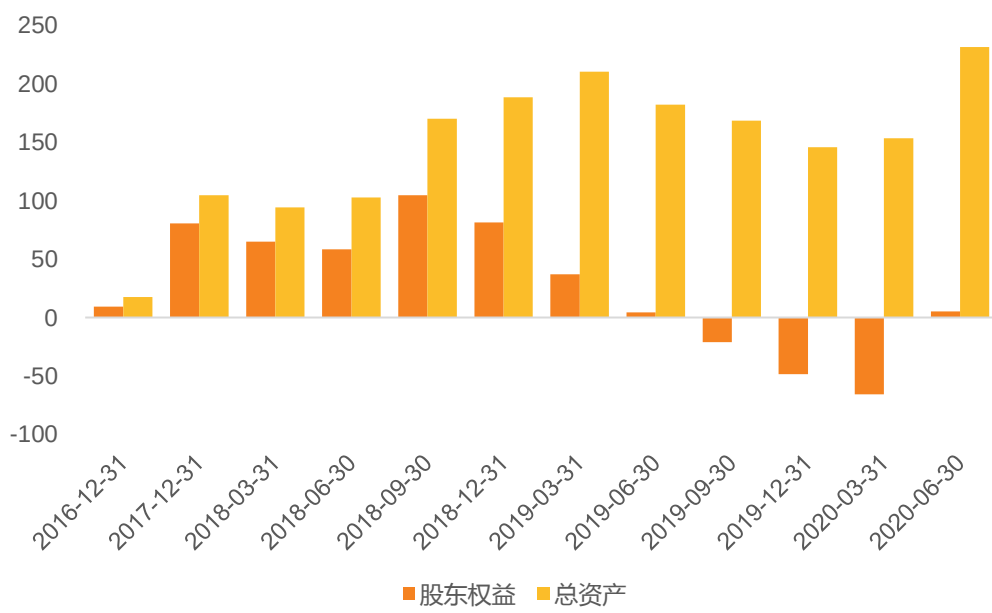
蔚来汽车：20Q2后现金流风险解除

- 蔚来从2019Q3起股东权益转负，且出现资金链断裂风险，但20年凭借1) 2020Q1的可转债融资；2) 合肥市政府（合肥建投、国投招商、安徽高新）70亿战略融资；3) 中、农、工、建安徽省分行，兴业、招商合肥分行104亿综合授信；4) ES6、改款ES8销量增长经营现金持续流入，蔚来账面资金大幅回升至百亿以上，短期资金风险解除，权益由负转正。

图：蔚来现金及现金等价物变化（单位：亿元）



图：蔚来股东权益、总资产变化（单位：亿元）



蔚来汽车：获合肥70亿战投，附5年内上市对赌协议条款

- 20年4月29日，蔚来与合肥市签订了“70亿战略投资协议”。合肥市（合肥建投、国投招商、安徽高新）将向蔚来中国投资70亿元，而蔚来汽车将向蔚来中国投资42.6亿元人民币。交易完成后，蔚来汽车将持有蔚来中国75.9%的控股股份，战略投资者将合计持有24.1%的股份。
- 同时蔚来与合肥签订了蔚来中国5年内上市的对赌协议。70亿战略投资协议有助于蔚来实现正的股东权益，但该协议包含几项对赌协议，若蔚来未能达成要求，将按协议以8.5%的复合年增长率回购合肥市政府股份。目前蔚来美国上市主体为“蔚来汽车”，对赌协议则要求“蔚来中国”在4年内提交IPO申请，5年内上市。

图：蔚来与合肥市政府对赌协议内容（注：蔚来中国即指合资公司蔚来（安徽）控股有限公司）

项目	内容
1	蔚来中国在收到战略投资者1期全部投资后5年内未能完成IPO（上市地点需全体股东认可）
2	蔚来中国在收到战略投资者1期全部投资后4年内未提交IPO申请
3	公司股东要求蔚来或李斌赎回公司股份，导致蔚来汽车或蔚来中国的控制权发生变化
4	蔚来汽车未能在1期全部投资注入后，或2021年3月31日前，将资金注入蔚来中国
5	蔚来中国在收到战略投资者1期全部投资后，连续两年汽车交付量低于2万辆

蔚来汽车核心团队：多元综合

- 管理层背景多元化而综合性强。蔚来核心管理层多拥有高学历背景、汽车以及互联网行业的丰富从业经验，自研三电技术保持车型领先性。
- 创始人李斌拥有多年互联网和汽车行业投资创业经验，在构建社交生态上驾轻就熟，销售上结合互联网新零售模式，通过线上获客+线下体验直销模式，构建大IP下的生活、社交生态。

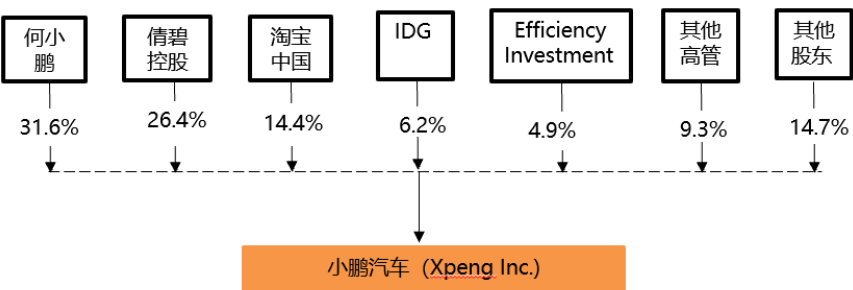
高管	职位	教育背景	工作经历
	李斌	创始人、董事会主席	北京大学学士
	秦力洪	联合创始人、董事	北京大学学士、哈佛大学硕士
	奉玮	首席财务官	清华大学汽车系统学硕士、德国亚深大学硕士
	郑显聪	执行副总裁	台湾国立成功大学机械工程学学士学位



小鹏汽车：何小鹏为最大股东 获阿里持续注资

- 小鹏汽车主要外部投资者有阿里巴巴、倩碧控股、小米科技、高瓴、红杉等，何小鹏个人占股比31.6%，为第一大股东。自2015年4月融资以来，小鹏汽车已经累计获得200余亿元的融资金额，与威马、理想融资金额相当。

图：小鹏汽车融资历程



注：
1) 其他高管包括夏珩（4.9%）、顾宏地（2.8%）、何涛（1.6%）；其他股东包括Morningside entities（4.2%）、GGV entities（3.8%）、Shanghai Cheyou Enterprise Management Partnership（3.5%）、Primavera entities（3.2%）。
2) 上市后公司实行AB股，投票权1：10，此前由倩碧控股（Simplicity Holding）和Efficiency Investment持有的优先股将以1：1转为B类普通股，其余优先股以1：1转为A类普通股。

时间	类型	融资金额	投资人
2015年4月	天使轮	0.1亿元	吴宵光、紫牛基金
2016年3月	Pre-A	2.94亿元	投资方未知
2017年6月	A	22亿元	优车产业基金
2017年12月	A+	1亿元	阿里巴巴、顺为资本、晨兴资本、IDG资本、新鼎资本、阿里巴巴、美国光速等
2018年1月	B	22亿元	富士康、IDG资本、阿里巴巴
2018年2月	战略投资	3亿元	鸿海精密
2018年7月	战略投资	49亿元	阿里巴巴
2018年8月	B+	40亿元	何小鹏、钟鼎资本、晨兴资本、春华资本、高瓴资本等
2019年11月	C	28亿元	小米科技、何小鹏、经纬中国、晨兴资本
2019年12月	战略投资	1.26亿元	鲲鹏创投
2020年7月	C+	35亿元	高瓴资本、红杉资本等
2020年8月	C++	21亿元	阿里巴巴

小鹏汽车核心团队：互联网思维为基 自动驾驶技术为拳

- 小鹏汽车创始人团队构造了互联网思维基础下的自动驾驶领先性优势。董事长何小鹏为UC浏览器创始人，具备较深刻的互联网理解力，在阿里的资源有助于小鹏汽车智能交互生态的开发。自动驾驶技术为小鹏汽车核心亮点之一，团队核心成员夏衍、何涛曾在广汽研究院组建自动驾驶团队，具备丰富的智能汽车控制系统开发经验。

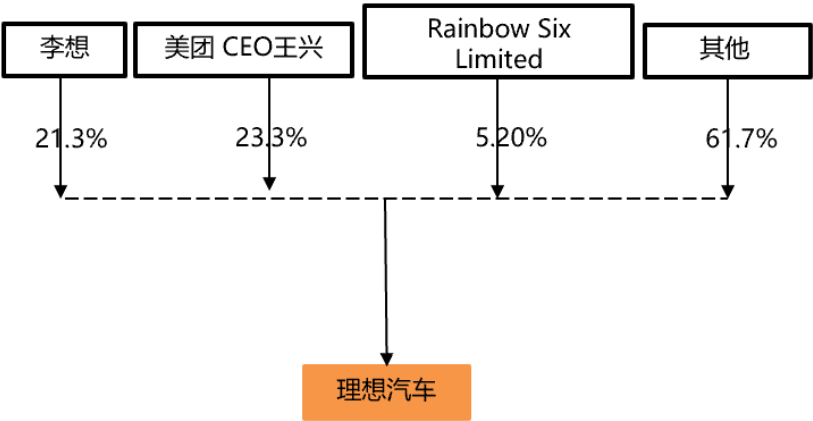
高管	职位	教育背景	工作经历
	何小鹏	董事长/CEO	华南理工大学计算机专业学士 曾任UC优视创始人、阿里移动事业群总裁、阿里游戏董事长、土豆总裁
	夏衍	联合创始人/总裁	清华大学汽车工程专业硕士 曾任广汽研究院科长，主导新能源和智能汽车的控制系统开发
	顾宏地	副董事长/总裁	耶鲁大学工商管理硕士，华盛顿大学医学院生化博士 曾任摩根大通亚太区投行董事长、管理委员会成员、全球战略顾问委员会成员
	何涛	联合创始人/高级副总裁	清华大学汽车工程专业硕士 曾就职于广汽研究院，组建广汽自动驾驶团队，负责新能源控制系统开发，负责广汽新能源新一代车型开发项目



理想汽车：美团王兴为最大股东 股比23.3%

- 理想汽车的主要投资者有美团及其CEO 王兴、公司CEO李想、字节跳动、欧利股份等，公司自2015年10月以来累计融资200余亿元，与小鹏、威马融资额相当。

图：理想汽车股权结构图



图：理想汽车融资历程

时间	类型	融资金额	投资人
2015年10月	Pre-A	未披露	明势资本
2016年5月	A	7.8亿元	利欧股份、源码资本、蓝驰创投、宁波源捷等
2017年9月	A+	6.2亿元	利欧股份、梅花创投、嘉兴自如一号股权投资等
2017年10月	Pre-B	0.5亿元	StarVC、中金甲子、山行资本
2018年3月	B	30亿元	经纬中国、新能源基金、蓝驰创投、字节跳动等
2018年11月	股权转让	0.7亿元	山行资本
2019年8月	C	37.1亿元	天使投资人王兴、美团点评、经纬中国等
2020年2月	股权融资	未披露	中金资本
2020年6月	D	38.5亿元	美团、李想
2020年7月	上市融资	103.1亿元	美团、字节跳动以及上市公开发行筹集

理想汽车核心团队：深刻的互联网运营、供应链管理能力

- 理想汽车团队核心优势在于深刻的互联网运营及供应链管理能力。创始人李想曾创立网站汽车之家及泡泡网，具有丰富的垂直网站运营以及车型测评经验，深刻认识消费者对于车的喜好和需求，有助于产品定位及线上运营销售。联合创始人沈亚楠为前联想副总裁，其丰富的供应链管理以及海外工作履历有助于理想汽车供应链优化以及海外市场拓展。伟世通全球首席架构师王凯也确认加盟理想汽车，成为理想汽车三年内招募的职级最高的高管。

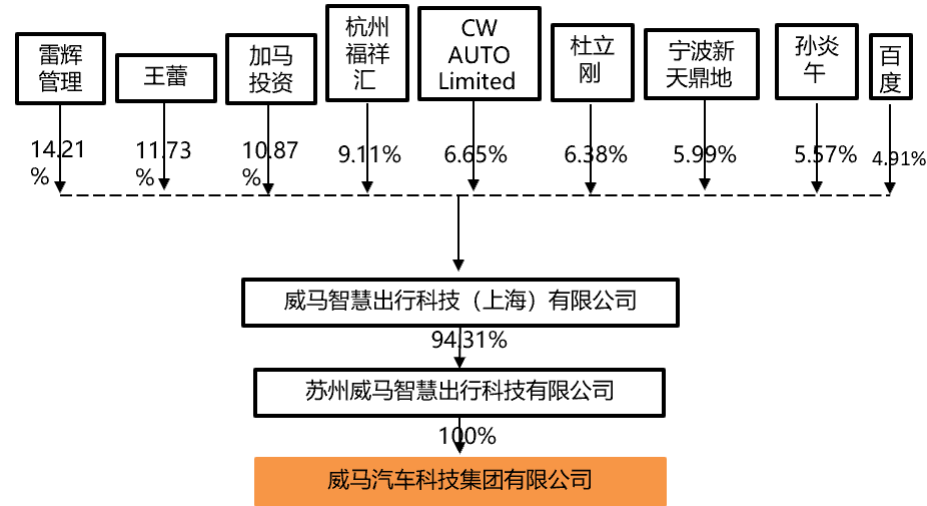
	高管	职位	教育背景	工作经历
	李想	联合创始人/董事长/CEO	高中学历	曾先后创立泡泡网、汽车之家、车合家，拥有丰富的IT垂直评测网站、汽车垂直测评网站、汽车垂直网站运营经验
	李铁	联合创始人/CFO		曾就职于普华永道、泡泡网，是车和家金融科技（江苏）有限公司的法定代表人
	马东辉	联合创始人/总工程师		拥有20年汽车研发经验，曾在简式设计、阿尔特、三一重工任职，负责“三电”、设计、工程、试制、试验等研发工作
	沈亚楠	联合创始人/高级副总裁	上海交通大学学士，英国爱丁堡大学供应链管理硕士	曾先后就职于中兴通信，埃森哲和联想，具有丰富的环球供给链管理和海外市场开拓履历
	王凯	CTO		伟世通全球首席架构师，致力于高度集成的先进汽车电子研发，包括ADAS、数字仪表盘、信息娱乐系统、驾驶员监控等域控制器的研发



威马汽车：股权结构较分散 百度占比近5%

- 威马汽车主要投资者有百度、红杉资本、新鼎资本等，股权结构相对分散。自2016年8月融资以来已经累计获得200余亿元的融资金额，与小鹏、理想融资金额相当。威马汽车实控人王蕾为沈晖妻子，持股11.73%。

图：威马汽车股权结构图



图：威马汽车融资历程

时间	类型	融资金额	投资人
2016年8月	A	66.8亿元	跃马资本
2017年11月	B	66.4亿元	阿米巴资本、百度资本、SIG海纳亚洲创投基金等
2017年12月	B+	未披露	红杉资本、五矿资本、光源创投等
2018年4月	C	未披露	远翼投资、新鼎资本
2019年3月	C+	30亿元	百度集团、太行产业基金、线性资本等

威马汽车核心团队：深厚的车企经验背景

- 威马汽车团队核心优势在于管理层丰厚的传统车企履历。创始人沈晖曾任职吉利控股集团董事，参与过吉利收购沃尔沃的并购事件，多年的传统车企实践经验使得公司对于汽车的架构、运行原理等有深刻见解，丰富的建厂经验使得威马汽车可以更好地把控自建工厂的生产工艺和产品质量从而保障品质。同时，沈晖在博格华纳的工作经历也为威马与博格华纳在电机上的战略合作创造了基础。

	高管	职位	教育背景	工作经历
	沈晖	创始人、董事长兼CEO	华南理工大学工程力学学士，美国加利福尼亚大学洛杉矶分校硕士	博泰集团联合创始人及CEO、吉利控股集团董事兼副总裁、上海吉利兆圆国际投资公司董事长及CEO、沃尔沃汽车高级副总裁兼中国区董事长
	杜立刚	联合创始人/CFO	扬州大学学士，澳大利亚SOUTHCROSS大学工商管理硕士，Thunderbird Business school EMBA	曾任西门子公司ERP系统项目成员、飞利浦家电（苏州）有限公司财务总监、创立苏州本控电子科技有限公司担任董事长兼CEO
	熊明华	联合创始人	国防科技大学信息系统工程学学士、信息搜索硕士	领中资产投资顾问，七海资本管理合伙人。曾在2005年到2013年期间担任腾讯联席CTO，之前曾于微软任职9年，创建MSN中国开发中心
	闫枫	CTO/合伙人		曾任上海通用汽车信息系统部工程师/经理、上海乘用车公司信息系统部高级经理、PMO总监、应用开发总监、上汽集团信息战略和系统支持部副总经理、首席信息官、斑马网络技术副总经理

VOLVO



吉利汽车
GEELY AUTO

Tencent 腾讯

SIEMENS



四、新势力盈利基础在哪？

新势力盈利基础在哪：紧握软件升级收费趋势下的盈利潜能

- 新势力均实现了整车OTA功能，从而形成三方面的竞争优势：1) 缩短产品研发测试时间，抢占新能源窗口期；2) 快速修复软件缺陷，降低召回成本；3) 收集用户数据，针对性改善产品体验，实现马太效应。
- OTA升级频次验证研发迭代速度，软件升级收费具备较大盈利潜能。小鹏、特斯拉通过OTA高频升级，不断提升用户体验和自动驾驶水平。**整个行业来看，软件购买+升级收费是趋势所在，也是新势力实现盈利的重要途径，特斯拉已实现功能升级收费，新势力软件升级免费，仅小鹏、蔚来售车包含高级软件付费选项。**

图：新势力OTA功能和费用对比

	小鹏	蔚来	理想	威马	特斯拉
OTA面向市场时间	2019	2017	2019	2018	2012
适用车型	G3、P7	ES8、ES6、EC6	ONE	EX5、EX6	Model 3/S/X/Y
升级力度	累计新增功能59项，累计优化功能1907项	累计新增功能90+项，累计优化功能220+项	通过6次OTA	承诺每三月一更，2019年更新7次	一到两周一次小更新，7年10次大更新
动力系统		✓	✓		✓
底盘系统	✓			✓	✓
车身电子系统	✓	✓	✓	✓	✓
自动驾驶系统	✓	✓	✓	✓	✓
智能座舱系统	✓	✓	✓	✓	✓
智能网联系统				✓	
费用	XPILOT 3.0 软件升级价格3.6 万元，支付车款时一次性购买价格为 2 万元	NIO pilot精选包1.5万元，全配包3.9万元，免费更新	免费	免费	\$2000百公里加速升级 \$300座椅加热 \$1800MCU升级

资料来源：公司官网，车云网、第一电动、天风证券研究所

新势力盈利基础在哪：打造直销模式下的全生命周期服务

- **NIO Power基于移动互联网技术，拥有广泛布局的充换电设施网络。** NIO Power分为充电桩、移动充电车、换电站三个系统，充电桩中，家充装可满足90%应用场景，公共充电桩至18年已超过30万个，超充桩受国家补贴建设，已包括NIO House、换电站、核心商圈等地区；移动充电车已运营485辆，充电10分钟续航100公里，覆盖北上广深成杭南苏；换电站受国家支持，蔚来虽然售价高于30万，但由于支持换电也可享受补贴。基于换电模式，蔚来规划推出电池能源管理业务，推行车电分离模式。
- **NIO Service服务无忧，**蔚来投入大量销售费用和销售服务人员提供极致的售后服务，并收取无忧服务包费用。
- **NIO Life生活方式，**整合全球设计资源，打造IP衍生产品品类，与Wallpaper、李宁、Hussein等合作，推出服饰、家居等商品，通过微信小程序、京东旗舰店、NIO APP售卖。
- **NIO app以用户为中心，注重用户社交及经验分享，**形成了很强的用户粘性和广泛的粉丝生态圈，形成粉丝经济。蔚来超过50%的新客户来源于老客户推荐。

图：蔚来换电站布局



图：蔚来NIO Service

收费		服务
基础服务	免费	终身质保、道路救援、车联网、定期保养、扫码换电等； NIO HOUSE：会议室、图书馆、咖啡馆、剧场、室内游乐园等
无忧服务	ES8：1.26-2.36万元/年 ES6：1.26-1.41万元/年	无忧服务：五项保险、维修保养、维保代步出行、维保取送车、上门补胎、事故安信服务等
无忧保险	1680元/年	专属服务：划痕补漆、基础保养、维保代步等

新势力盈利基础在哪：高人员薪酬下的高额研发投入

- 新势力高研发投入，但人均成本远超传统车企。新势力品牌树立过程需要核心技术累积形成一定产品壁垒，特斯拉19年研发支出高达94亿元，蔚来、小鹏、威马19年研发费用率也超过50%。然而，**新势力为招揽优秀人才付出的成本较高，对比比亚迪、上汽等传统势力车企，新势力研发人员人均薪酬、研发成本远超传统车企，也一定程度虚化了高额的研发开支。**

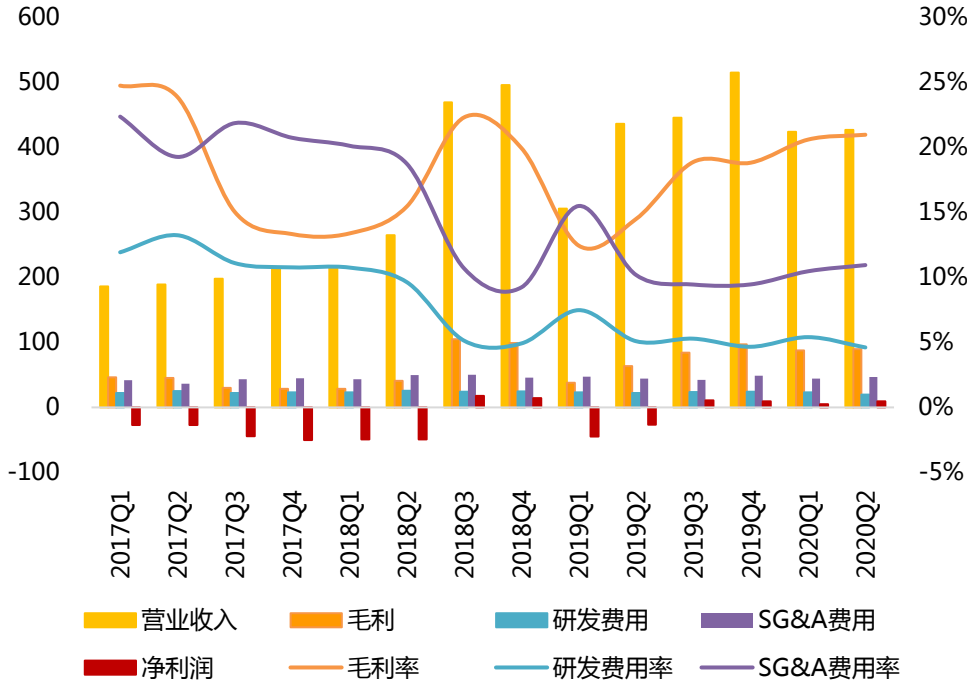
图：2019上市车企研发支出情况对比

	蔚来	理想	小鹏	特斯拉	比亚迪	上汽
研发费用（亿元）	44.29	11.69	20.70	94.01	56.29	133.94
研发费用率（%）	56.60%	411.09%	89.19%	5.46%	4.41%	1.59%
研发人员平均薪酬（万元）	75	46			7	
销售、行政人员平均薪酬（万元）	52	38			9	
研发总支出（亿元）	44.29	11.69	20.70	94.01	85.36	147.68
研发人员规模（人）	2668	1005	1569（20Q2）		35788	27061
人均研发成本（万元）	166	116	132		24	55

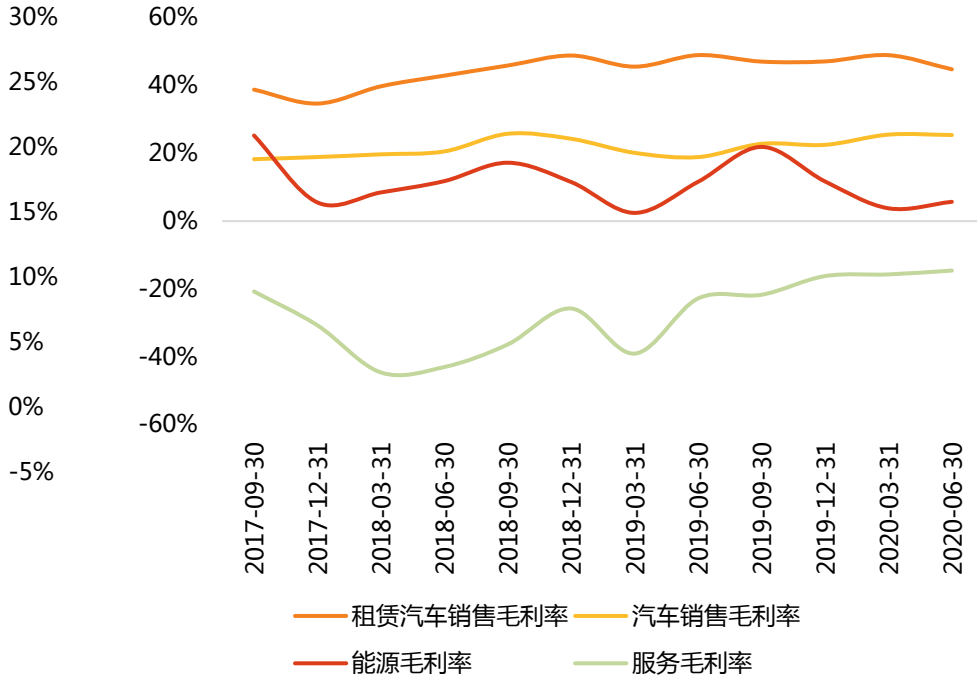
新势力盈利基础在哪：特斯拉如何实现连续四个季度盈利？

- 毛利率稳步回升+强费控基础，特斯拉连续四季度盈利。特斯拉盈利提升主要受：
1) 汽车销售及服务业务毛利率提升：19Q1以来特斯拉Model3全球交付量不断爬坡，20年特斯拉国产化下毛利率突破24%，同时服务业大幅减亏，综合毛利率稳步提升；
2) 强费控基础：研发费用和SG&A费用率较为平稳，单车固定成本随收入规模扩张而摊薄。
3) 积分销售及软件收费提升利润潜能：特斯拉Q2政府积分销售收入4.28亿美元，软件收费部分确认递延收入，有望随软件持续升级而释放利润。

图：特斯拉季度财务指标（LHS：亿元，RHS：%）



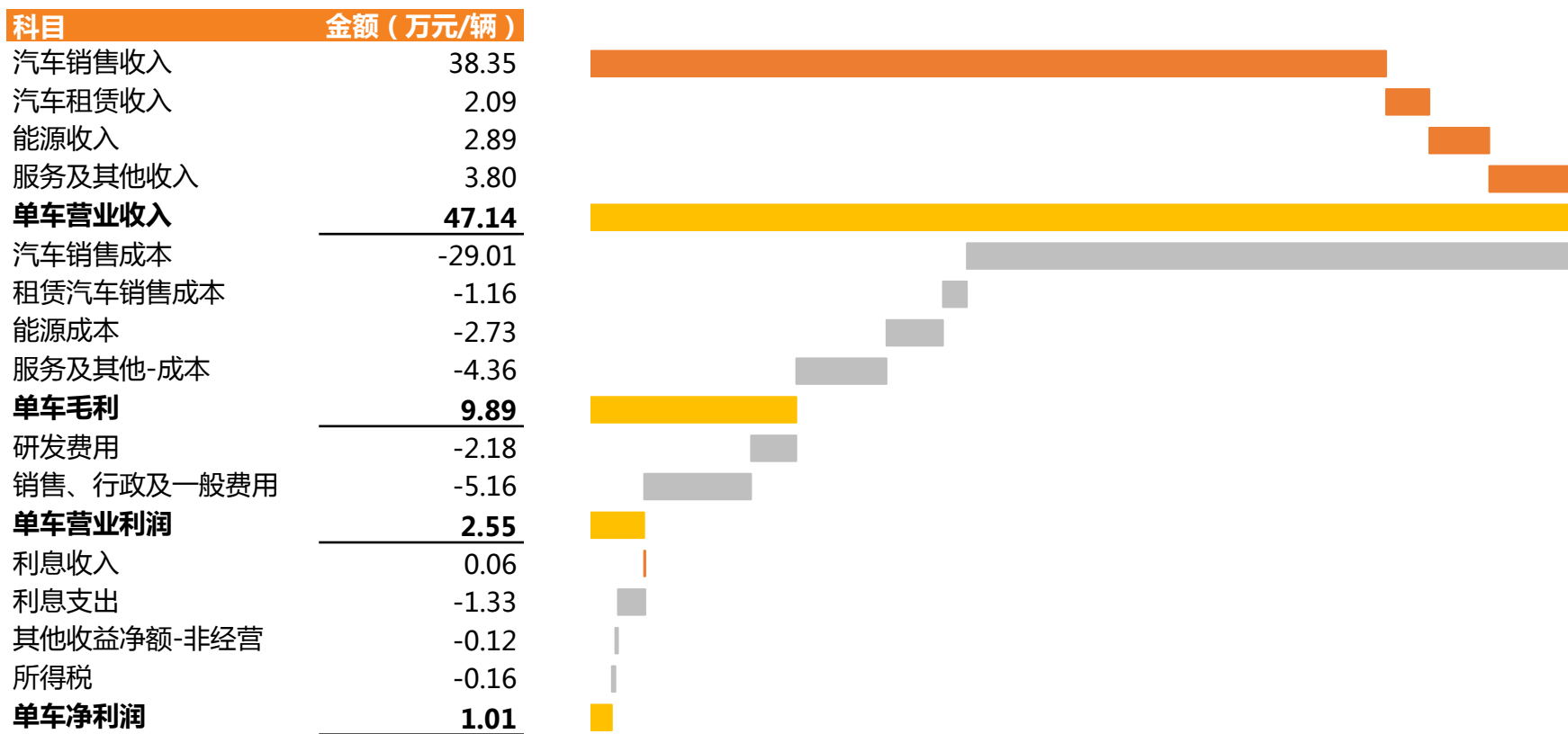
图：特斯拉各业务毛利率趋势（%）



新势力盈利基础在哪：特斯拉如何实现连续四个季度盈利？

- 二季度特斯拉综合单车净利润突破1万元。单车销售毛利9.34万元，单车综合毛利9.89万元，同时单车固定费用持续摊薄，研发、SG&A分别降至单车2.18万元、5.16万元下，毛利可覆盖研发及三费开支。在单季销量8-10万辆，单季收入400-500亿元、毛利率20%、固定成本维稳【研发费用（20-25亿/季），SG&A费用（40-50亿/季）】下，特斯拉可实现稳定盈利。

图：特斯拉2020Q2部分利润表单车指标



盈亏平衡测算：蔚来开源节流成效显著 亏损面明显缩窄

- 蔚来19年下半年在手现金不足十亿元，加上自愿召回电池带来一次性成本，出现财务危机。从19Q4起“开源节流”组合拳下，今年明显减亏：1) 裁员四分之一，员工数从9834人下降至7442人；2) 拆分充电业务NIO Power；3) 取代NIO House，采用规模降至十分之一，成本更低的NIO Space作为销售渠道；4) 一二级市场持续融资（可转债、合肥战投&授信）；5) 交付规模爬升，车端原材料降本，毛利率由负转正。

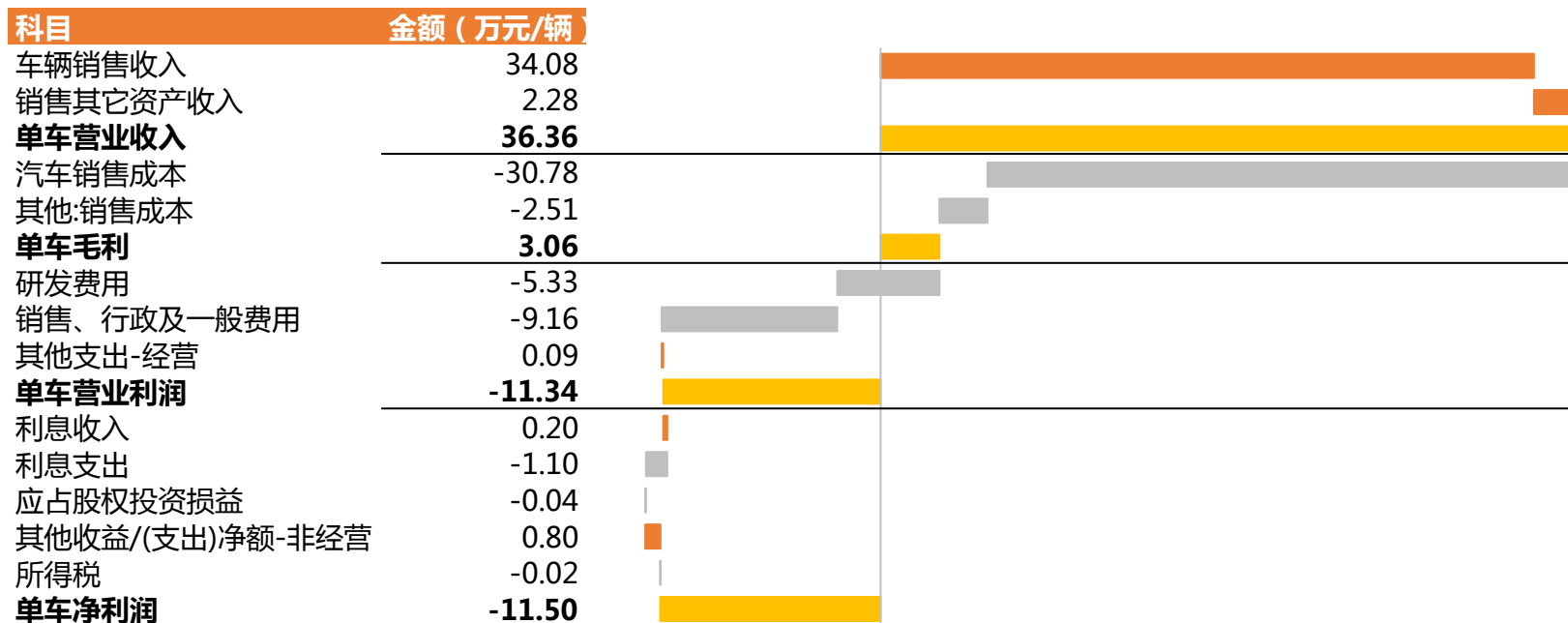
图：蔚来季度财务指标（LHS：亿元，RHS：%）



单车盈亏平衡测算：蔚来单车毛利转正达3万元 运营端负担仍较大

- 2020Q2交付水平突破新高，毛利率由负转正。相比特斯拉，蔚来单车销售收入相近，但BOM成本更高，Q2上险量规模突破新高达10229辆，降本增效后毛利率转正达到8.4%，实现3.06万元的单车毛利。
- 运营端负担较重，有望随量产规模爬升而减轻。蔚来在销售服务投入较大，SG&A费用占比较高，目前蔚来毛利转正而单车净亏损11.5万元，中间单车固定开支（研发+SG&A+其他经营支出）近14.4万元，但相比一季度大幅改善。未来固定开支压力将随EC6交付、量产规模走高而降低，上半年降费趋势有望持续，亏损面有望持续缩窄。

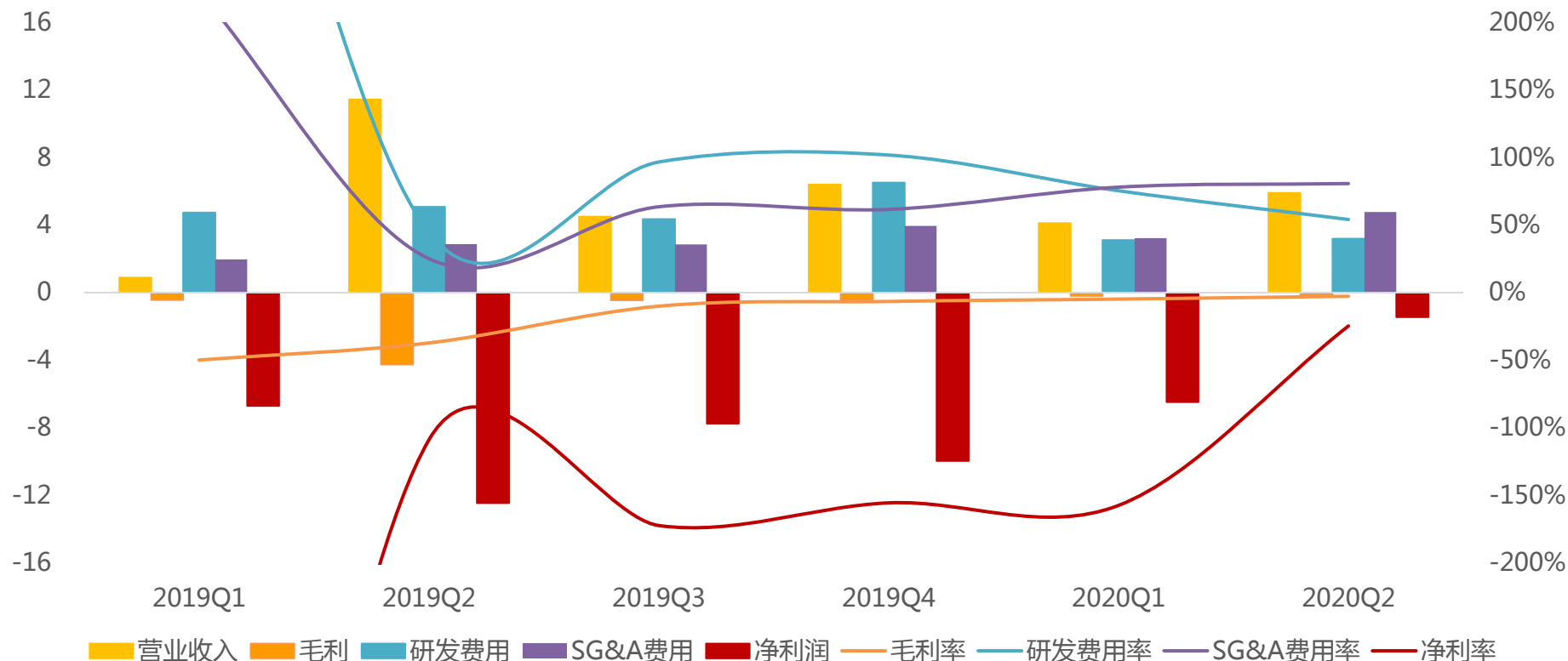
图：蔚来2020年Q2部分利润表单车平均指标



盈亏平衡测算：小鹏毛利端接近盈亏平衡 营销支出明显上升

- **毛利率接近转正。**小鹏现有财务数据主要体现19Q2交付的G3一款车的情况，这款车试水市场、积累行车数据的意义更多，交付后收入收入较为平稳，下半年P7大批交付后，财务表现或有较大变化。小鹏毛利率已接近转正，BOM降本主要在于供应链优化、与供应商议价能力增强、以及产量增加规模效应显现。
- **P7临近上市，Q2营销费用明显增长。**小鹏2019年底基本完成P7和Edward平台的研发工作，因此2020Q1-Q2研发费用明显下降。SG&A费用增加与新车型P7推出后相关营销广告费用增加，以及销售网络的扩大所致。

图：小鹏季度财务指标（LHS：亿元，RHS：%）



单车盈亏平衡测算：小鹏P7上市后财务面有望明显好转

- 处于高研发投入期，P7上市后规模效应下有望迅速减亏。2020年Q2小鹏销售均价为16万元，远低于蔚来，但单车毛利已接近盈亏平衡。固定费用端，小鹏仍处于高研发投入期，量产规模较小，二季度仅销售3331台，因而单车研发、销售、行政和一般费用较特斯拉、蔚来更高。下半年小鹏P7交付，可大幅拉高小鹏平均售价及毛利水平，规模效应加大运营、研发费用分摊，小鹏有望快速减亏。

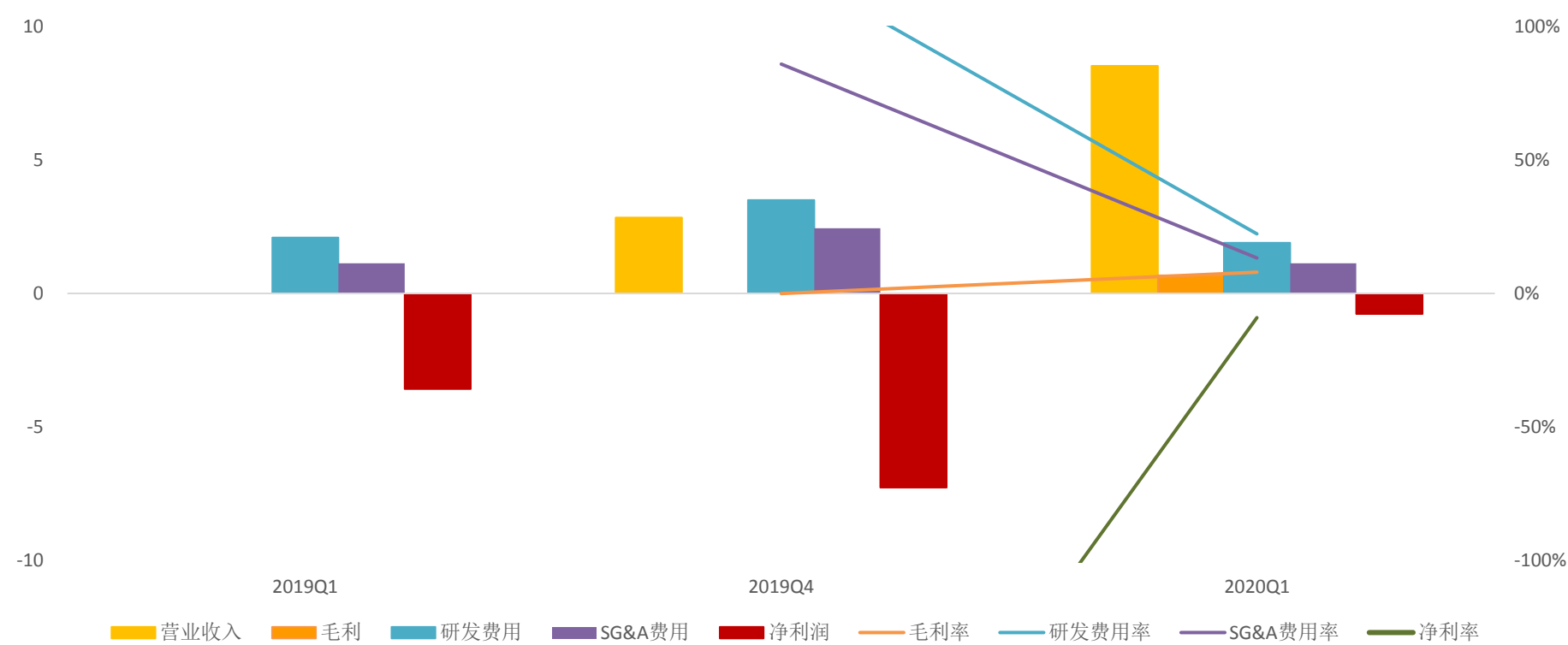
图：小鹏2020年Q2部分利润表单车平均指标

科目	金额（万元/辆）	
车辆销售收入	16.24	
服务及其他收入	1.49	
单车营业收入	17.74	
汽车销售成本	-17.15	
服务及其他-成本	-1.07	
单车毛利	-0.49	
研发费用	-9.60	
销售、行政及一般费用	-14.32	
其他收益-其它	1.02	
单车营业利润	-23.39	
利息收入	0.31	
利息支出	-0.23	
衍生工具负债之公允价值收益	18.72	
其他收益-非经营	0.21	
单车净利润	-4.38	

盈亏平衡测算：理想成本控制力较强 上市次季度实现8%毛利率

- 理想ONE交付迅速，上市后第二个季度大幅减亏。理想首款车型19Q4上市，20Q1就达到了8%的毛利率，体现理想较强的控本能力。20Q1理想SG&A明显下降，主因19年车型量产前，常州生产设施折旧等有关费用计入SG&A，稳定量产后才计入车辆的制造成本，因此19年Q4的SG&A费用较高，20Q1明显降低。

图：理想季度财务指标（LHS：亿元，RHS：%）



单车盈亏平衡测算：强运营成本管控下 理想有望快速盈利

- 理想车型均价28万元，20Q1已实现2.28万元/辆的单车毛利，同时在SG&A费用上仅3.77万元/辆，低于特斯拉和小鹏，远低于蔚来。**强成本管控下，理想为最接近盈利的新势力车企。**

图：理想2020年Q1部分利润表单车平均指标

科目	金额（万元/辆）	
车辆销售收入	28.14	
产品销售及服务收入	0.36	
单车营业收入	28.49	
汽车销售成本	-25.76	
产品销售及服务成本	-0.45	
单车毛利	2.28	
研发费用	-6.35	
销售、行政及一般费用	-3.77	
单车营业利润	-7.83	
利息支出	-0.66	
利息收入	0.25	
投资收入净额	-0.80	
出售权益法投资损失	-0.01	
汇兑收益	0.07	
衍生认股权证负债之公允价值变动	5.90	
其他收益/(支出)净额-非经营	0.02	
单车持续经营净利润	-3.06	
已终止经营净利润	0.48	
单车净利润	-2.58	

盈亏平衡测算——蔚来

- 蔚来在2018Q4及2020年Q2实现两次正毛利，其中2018Q4销量8011辆，毛利率0.4%，2020Q2销量10229辆，毛利率8.42%，预计下半年蔚来毛利率有望突破10%；随着蔚来控费力度加大，研发费用和SG&A费用都有效控制；假设：1) 毛利率水平为12%；2) 研发费用为平均每季度6亿元；3) 其他固定费用为平均每季度10亿元；4) 平均单车收入为36万元；5) 不考虑其他因素影响
- 基于以上假设，可以得出蔚来年度盈亏平衡点将在年销量达15万辆时实现。

图：蔚来部分财务指标

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
ES8销量（辆）	3250	8011	3812	3189	648	1418	208	2227
ES6销量（辆）				458	4131	6901	3609	8002
合计销量（辆）	3250	8011	3812	3647	4779	8319	3817	10229
车辆销售收入（亿元）	14.27	33.81	15.35	14.15	17.33	26.84	12.56	34.86
销售其它资产收入（亿元）	0.43	0.54	0.96	0.94	1.03	1.64	1.16	2.33
营业收入（亿元）	14.70	34.36	16.31	15.09	18.37	28.48	13.72	37.19
汽车销售成本（亿元）	-14.89	-32.56	-16.45	-17.55	-18.51	-28.45	-13.49	-31.49
其他:销售成本（亿元）	-0.97	-1.66	-2.05	-2.58	-2.07	-2.57	-1.91	-2.57
营业成本（亿元）	-15.86	-34.22	-18.50	-20.13	-20.58	-31.02	-15.39	-34.06
毛利（亿元）	-1.16	0.14	-2.19	-5.04	-2.22	-2.54	-1.67	3.13
研发费用（亿元）	-10.23	-15.15	-10.78	-13.01	-10.23	-10.26	-5.22	-5.45
销售、行政及一般费用（亿元）	-16.70	-19.45	-13.20	-14.21	-11.64	-15.46	-8.48	-9.37
营业支出（亿元）	-26.94	-34.61	-23.98	-27.22	-21.88	-25.72	-14.03	-14.73
营业利润（亿元）	-28.10	-34.47	-26.18	-32.26	-24.09	-28.26	-15.70	-11.60
毛利率	-7.92%	0.40%	-13.44%	-33.42%	-12.06%	-8.91%	-12.21%	8.42%
期间费用率	-183.29%	-100.73%	-147.04%	-180.43%	-119.10%	-90.31%	-102.25%	-39.61%
单车毛利（万元）	-3.58	0.17	-5.75	-13.82	-4.64	-3.05	-4.39	3.06
单车收入（万元）	45.22	42.89	42.79	41.36	38.44	34.24	35.94	36.36

盈亏平衡测算——小鹏

- 小鹏的毛利率2020年H1为-3.6%，已近转正，P7上市后有望提振单车售价及毛利水平；小鹏研发费用与其研发人员的数量、车辆开发的阶段和规模、以及关键软硬件技术的开发挂钩：2019年小鹏研发人员约2400人，员工占比60%，19年也是小鹏P7及新平台Edward开发关键阶段，研发费用较高达20.7亿元，2020年H1研发人员降至1569人，员工占比43%，此后车型基于已有平台开发，研发费用明显回降。SG&A费用则随销量同向增长，2020H1已达近8亿。
- 假设：1) 毛利率水平实现10%；2) 研发费用为平均每季度4亿元；3) SG&A等运营费用为平均每季度4亿元；4) 平均单车价格提升至25万元；5) 不考虑其他因素影响。
- 基于以上假设，可以得出小鹏年度盈亏平衡点将在年销量达12.8万辆时实现。

图：小鹏部分财务指标

	2018	2019	2019H1	2020H1
G3销量（辆）		14172	8476	5185
P7销量（辆）				477
合计销量（辆）		14172	8476	5662
单车收入（万元）		16.38	14.53	17.71
营业收入（亿元）	0.10	23.21	12.31	10.03
营业成本（亿元）	-0.12	-28.79	-17.02	-10.39
毛利（亿元）	-0.02	-5.58	-4.71	-0.36
毛利率（%）	-24.30%	-24.05%	-38.23%	-3.60%
研发费用（亿元）	-10.51	-20.70	-9.83	-6.31
销售、行政及一般费用（亿元）	-6.43	-11.65	-4.84	-7.99
期间费用（亿元）	-16.94	-32.35	-14.67	-14.30
期间费用率（%）		-139.35%	-119.15%	-142.55%
营业利润（亿元）	-16.95	-37.81	-19.33	-14.28

营亏平衡测算——理想

- 随着理想ONE销量增长，理想在2020年Q1已经实现了8.02%毛利率，毛利有望随销量爬坡进一步提升。由于理想车型矩阵有较大目标缺口，研发费用或随车型投放规模加大而提升。
- 假设：1) 毛利率水平为15%；2) 研发费用为平均每季度4亿元；3) 其他固定费用为平均每季度2亿元；4) 平均单车价格为30万元；5) 不考虑其他因素影响。
- 基于以上假设，可以得出理想年度盈亏平衡点将在年销量达5.3万辆时实现。

图：理想部分财务指标

	2018	2019	2019Q1	2020Q1
销量（辆）		1283		2989
单车收入（万元）		22.2		28.5
营业收入（亿元）		2.84		8.52
营业成本（亿元）		2.84		7.83
毛利率		-0.03%		8.02%
研发费用（亿元）	7.94	11.69	2.09	1.90
研发费用率		411.10%		22.30%
销售，行政及一般费用（亿元）	3.37	6.89	1.13	1.13
销售，行政及一般费用率		242.40%		13.20%
期间费用率		653.49%		35.51%
营业利润（亿元）	-11.31	-18.59	-3.22	-2.34

盈亏平衡点测算——敏感性分析

蔚来

毛利率/ 年期间费用	8%	10%	12%	15%	20%
80	27.8	22.2	18.5	14.8	11.1
72	25.0	20.0	16.7	13.3	10.0
64	22.2	17.8	14.8	11.9	8.9
56	19.4	15.6	13.0	10.4	7.8
48	16.7	13.3	11.1	8.9	6.7

小鹏

毛利率/ 年期间费用	5%	8%	10%	15%	20%
40	32.0	20.0	16.0	10.7	8.0
36	28.8	18.0	14.4	9.6	7.2
32	25.6	16.0	12.8	8.5	6.4
28	22.4	14.0	11.2	7.5	5.6
24	19.2	12.0	9.6	6.4	4.8

理想

毛利率/ 年期间费用	8%	12%	15%	18%	20%
28	11.7	7.8	6.2	5.2	4.7
26	10.8	7.2	5.8	4.8	4.3
24	10.0	6.7	5.3	4.4	4.0
22	9.2	6.1	4.9	4.1	3.7
20	8.3	5.6	4.4	3.7	3.3

注：年期间费用单位为（亿元）
年所需销量单位为（万辆）

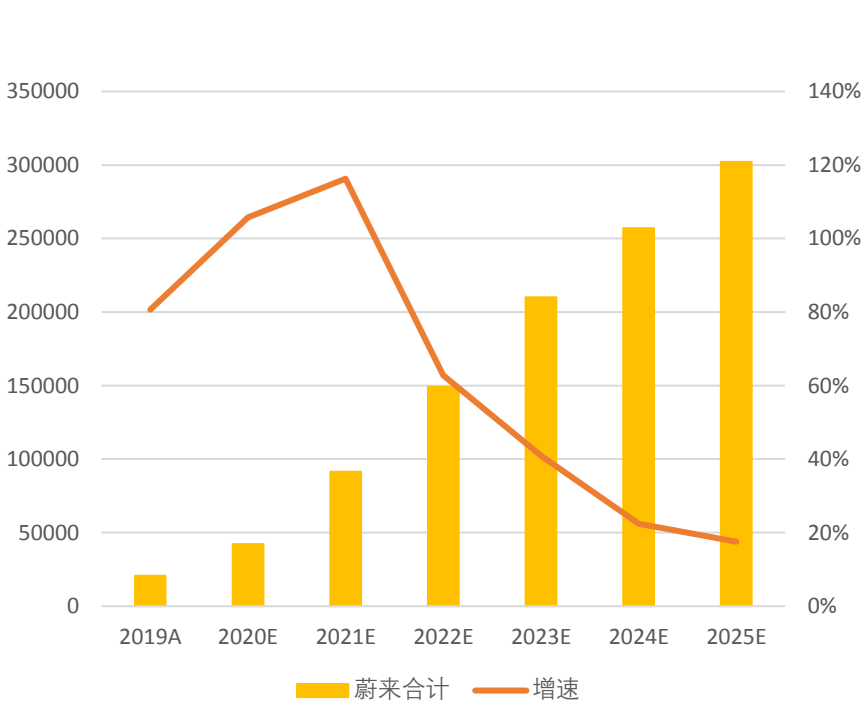
车型销量预测——蔚来

- 蔚来ES8、ES6已大批量产交付，同时今年7月继续上市ES6同定位车型EC6。明后年将加紧推出轿车车型。蔚来将保持每年一款新车的推进速度，定位由高端走向中端，以SUV为起点，逐渐补齐车型矩阵。**预计2025年销量可达30万辆，在前述盈亏平衡假设下，22-23年有望实现盈亏平衡。**

图：蔚来分车型销量预测（辆，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ES8	9067	12000	15000	20000	25000	25000	25000
ES6	11490	24000	30000	36000	45000	45000	45000
广汽蔚来 Hycan 007		300	500	1000	2000	2000	2000
EC6		6000	30000	40000	45000	50000	60000
ES3紧凑型 SUV			8000	24000	30000	45000	55000
ET7轿车			8000	20000	30000	40000	50000
ET5跨界 Coupe				5000	15000	20000	25000
EF9 MPV				3000	10000	15000	20000
ET3轿车					8000	15000	20000
蔚来合计	20557	42300	91500	149000	210000	257000	302000
增速	80.66%	105.77%	116.31%	62.84%	40.94%	22.38%	17.51%

图：蔚来销量预测（辆，%）



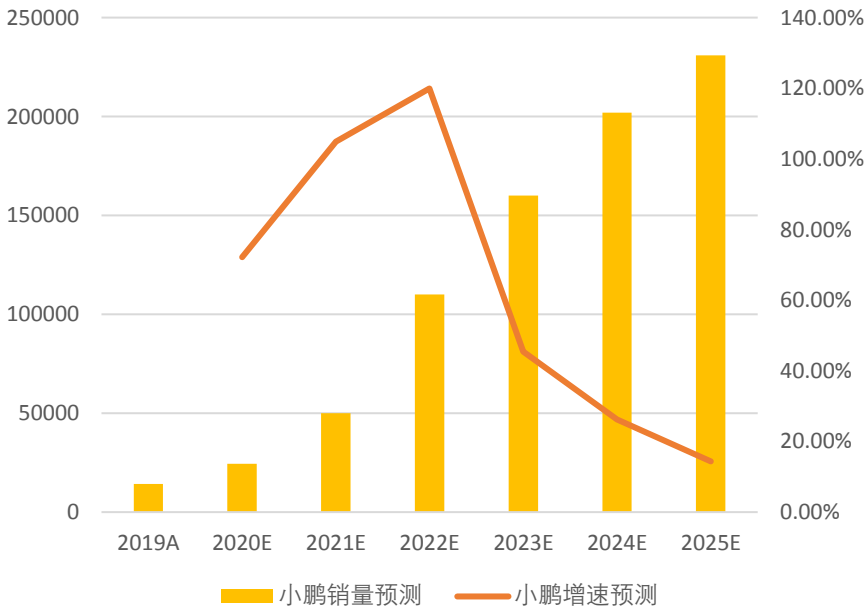
车型销量预测——小鹏

- 小鹏首款车G3智能操控系统受市场欢迎，最高月销量达2900以上，今年刚推出的P7在7月交付量也达到1641台。小鹏以约每两年一款新车的进度，计划2021年推出David平台打造的紧凑型或中型车，2022年推出Edward平台打造的中大型SUV，预计小鹏在2025年年销量有望达23万辆，前述假设下22-23实现盈亏平衡。

图：小鹏分车型销量预测（辆，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
G3	14172	13100	18000	24000	32000	32000	32000
P7		11300	30000	36000	48000	60000	64000
David平台车			2000	30000	40000	50000	50000
Edward中大型SUV				20000	30000	40000	45000
新车型					10000	20000	40000
小鹏合计	14172	24400	50000	110000	160000	202000	231000
增速		72.17%	104.92%	120.00%	45.45%	26.25%	14.36%

图：小鹏销量预测（辆，%）



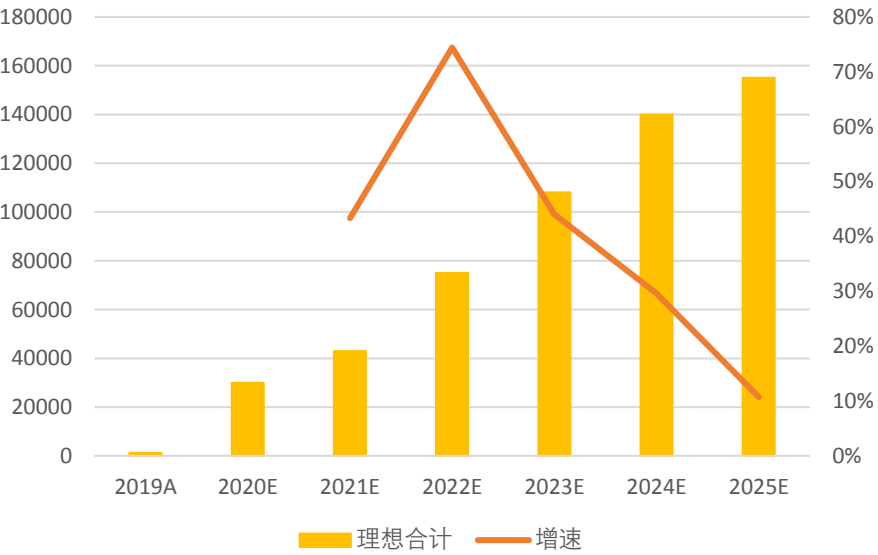
车型销量预测——理想

- 理想ONE通过大尺寸和里程无忧的卖点，取得了较高的市场认可度。理想将推出15-50万元各级别SUV，并在2023年实现L4级别自动驾驶，应用于全新车型X01上，**预计理想2025年达年销量15.5万辆，前述假设下21-22年有望实现盈亏平衡。**

图：理想分车型销量预测（辆，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ONE	1283	30000	40000	50000	60000	60000	60000
大型SUV			3000	20000	25000	30000	30000
紧凑型SUV				5000	15000	20000	25000
中型SUV					8000	30000	40000
理想合计	1283	30000	43000	75000	108000	140000	155000
增速			43.33%	74.42%	44.00%	29.63%	10.71%

图：理想销量预测（辆，%）



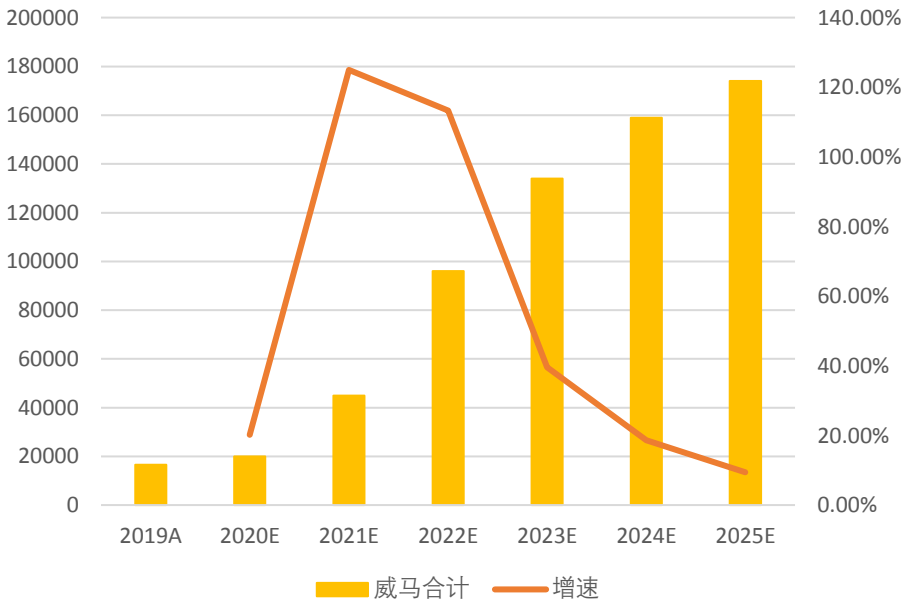
车型销量预测——威马

- 威马预计2021年推出新车型 EVOLVE和首台纯电轿跑Maven，配备L3级别自动驾驶、L4级别全场景自动泊车和5G等技术，同时威马的温州智能工厂和全自动化星晖工厂产能在新势力中最高，有效保障产品质量和交付速度，**预计2025年销量有望达17.4万辆。**

图：威马分车型销量预测（辆，%）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EX5	16501	15000	24000	30000	35000	35000	35000
EX6	140	5000	10000	16000	24000	24000	24000
EVOLVE			5000	20000	30000	40000	40000
Maven			6000	30000	35000	40000	45000
???					10000	20000	30000
威马合计	16641	20000	45000	96000	134000	159000	174000
增速		20.19%	125.00%	113.33%	39.58%	18.66%	9.43%

图：威马销量预测（辆，%）



五、新势力核心供应链

电池：宁德时代引领电池品牌化、高端化

- 电池采购品牌化，宁德时代独占鳌头。新势力车企大多选择电池行业龙头宁德时代作为一供，中高配车型几乎标配宁德时代电芯，与同级别车拉开续航能力优势的同时，借助宁德时代的品牌背书，加强了产品信任。
- 高镍化高度渗透，小鹏理想续航突破700km。新势力中高配均搭载了三元高镍811电芯，小鹏P7续航大幅提升至最高706km，理想通过增程式实现了小鹏P7一半带电量下800km续航，蔚来自研PACK技术，电池系统密度达到170Wh/kg。

图：新势力车企电池参数及供应商对比

	小鹏					蔚来		威马		理想	特斯拉		
	G3 460 (i 460)	G3 520 (i 520)	P7长续航	P7超长续航	P7四驱	ES8	ES6	EX5	EX6	ONE	model 3标 准续航	model 3长 续航	高性能
续航(km)	460	520	586	670/706	562	415/485/580	420/610	400/520	408/503	800 (180)	445 (468)	668	600+
电池容量	57.5	66.5	70.8	80.9	80.9	70/84/100	70/84/100	52.56/69	54/69	40.5	52 (55-60)	75	75
电池单体能 量密度	218.1	248.63	200	248.63	248.63	/230.82	/230.82	235.79	235.79	217.96			
电池系统能 量密度	149	161	155	161	161	135.6/170	135.6/170	140	140		145/125	161	160+
充电时间	直流38min ；交流4.3h	直流30min ；交流5.5h	直流31min ，交流6.5h ，三相4.2h	直流31min ，交流6.5h ，三相4.2h	直流31min ，交流6.5h ，三相4.2h	直流0.8-1h ，交流7.5h- 11.5h	直流0.8-1h ，交流7.5h- 11.5h	直流30min, 交流8.4h/直 流35min,交 流11.2h	直流30min, 交流9h/直 流35min,交 流11.3h	直流30min ，交流6h	直流1h，交 流10h	直流1h，交 流10h	直流1h，交 流10h
电池型号	联动天翼	宁德ELE8A3	亿纬	宁德	宁德	宁德LAE8A3	宁德LAE8A3	宁德ELE8A3 (中高配)	宁德	宁德LAE8A3	LG/宁德时代	LG	松下
电池类型	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂	三元锂/磷酸 铁锂	三元锂	三元锂
材料路线	NCA	811	622	811	811	523/811	523/811	811/		811			
封装路线	LD18650/21700圆柱	方形硬壳	方形硬壳	方形硬壳	方形硬壳	方形硬壳	方形硬壳			方形硬壳	18650/21700	18650/21700	

电机电控：自研外采结合 蔚来独树一帜

- 电机：新势力普遍采用主流的高集成化、高效率永磁同步电机路线，供应以外采为主。蔚来参照特斯拉Model X配置了前永磁同步+后感应异步的双电机体系，均在南京XPT自研自产。其中感应电机在国内首创铜转子技术，导热性相比铝转子高出了40%，在加速、扭矩等性能表现上非常出色。
- 电控：技术上部分依赖汇川等外部供应商。蔚来通过自研BMS，实现SOC(State of Charge)精准估测、优秀的均衡策略、实时SOH (State of Health)计算预估、电池监控和实时预警等特性，保障电池性能稳定输出。

图：新势力电机电控系统对比

	小鹏			蔚来		威马		理想	特斯拉		
	G3	P7长续航	P7四驱	ES8	ES6	EX5	EX6	ONE	model 3标准续航	model 3长续航	高性能
驱动形式	前置前驱	后置后驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	前置前驱		双电机四驱	后置后驱	后置后驱	双电机四驱
电机最大功率	145kw	196kw	316kw	400kw	320kw/400kw	160kw	160kw	240kw	202kw	202kw	340kw
电机最大扭矩	300N·m	390N·m	655N·m	725N·m	610/725N·m	315N·m	315N·m	530N·m	375N·m	404N·m	639N·m
最高车速	170km/s	170km/s	170km/s	200km/h	200km/h	160km/h		172km/h	225km/h	225km/h	261km/h
百米加速时间	8.6s	6.7s	4.3s	4.9s	4.7s-5.6s	8.3s-8.5s	9.5s	6.5s	5.6s	5.3s	3.4s
电机类型	第二代永磁同步电机	第二代永磁同步电机；	第二代永磁同步电机；	前永磁同步+后感应	前永磁同步+后永磁同步/感应	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	永磁同步电机	前感应异步，后永磁同步
电机供应商	精进电动上海电驱动	精进电动方正电机	精进电动方正电机	自研 蔚然动力	自研 蔚然动力	博格华纳	博格华纳	联合电子博格华纳	信质电机代工	信质电机代工	信质电机代工
电控供应商	精进电动	汇川联合动力	汇川联合动力	自研 蔚然动力	自研 蔚然动力	汇川技术	汇川技术	汇川技术	自研	自研	自研

供应链梳理——小鹏：供应链随车型定位而升级

- 小鹏G3在2019年7月进行了一次改款升级，在续航、电池、自动驾驶性能、底盘调教等方面精细打磨。
- 从G3到P7，小鹏市场定位的抬升也带来供应商升级。相比传统车企，新势力供应商选择更加灵活，供应链更加扁平，在零部件保质保供的同时加强了成本可控性。

小鹏G3			小鹏P7	小鹏G3			小鹏P7	小鹏G3			小鹏P7		
电芯/模组	比克电池（2019）		宁德时代（超长续航，四驱高性能）	自动驾驶芯片		Mobileye	英伟达	制动系统		布雷博、采埃孚			
	联动天翼（2019）			视觉感知芯片		Mobileye	悬挂系统		萨克斯、拓普				
	力神电池（2019）			视觉运算处理器			底盘调教		保时捷				
	德朗能动力（2020 460）			自动驾驶感知		博世	减震器		德国采埃孚萨克斯				
电池包	宁德时代（2020 520）		亿纬锂能（长续航）	雷达		博世	博世	压缩机		翰昂			
	欣旺达			摄像头		博世	LG	真空泵		海拉电子			
电池包拉铆紧固件	猛狮新能源		肇庆小鹏	车顶摄像机总成		比亚迪		电子水泵		博世			
				自动驾驶域控制器			德赛西威	水加热器		迪比卡			
三电系统	BMS	宁德时代		ACC自适应巡航系统		博世		扭力梁总成		浙江万安			
		惠州亿能		AEB自动紧急刹车		博世		前副车架总成		浙江万安			
				ABS 防抱死制动系统		京西重工		轮胎		米其林、马牌			
				BCM车身控制器		芜湖埃泰克		车灯		宁波帝宝			
	电池液冷板	纳百川2019		ESP车身稳定系统		博世苏州底盘	博世	全景式前挡玻璃		圣戈班			
		安徽环新集团（2020）		EPS电子助力转向		博世苏州底盘	博世华域	AGS主动进气格栅		银宝山新科技			
	驱动电机	精进电动		LKA车道保持辅助		博世		电动尾门系统		常州凯程			
		上海电驱动		EPB电子驻车系统		博世（2020）		金属件		宝钢			
	电机控制器	精进电动		胎压监控		联创电子		隐藏式充电口总成					
		航盛新能源						隐藏式门把手					
VCU							门锁						
							保险杠总成						
减速器	格特拉克						车身覆盖件模具		屹丰				
	威迈斯（2019）						门饰系统						
OBC+DCDC	欣锐科技（2020）		欣锐科技				后副车架结构件						
	德尔福						涂料						
充电系统	高压充电电缆	莱尼		液晶仪表		华阳集团	群创	车身压铆螺栓					
		万帮德和		大屏仪表一体全贴合			群创	座椅		安道拓、天成自控			
		科陆电子		显示模组			群创	座椅织物面套		广州吉中			
		特锐德（华为供）		车机互联		高通	科大讯飞	软内饰系统		安道拓、奥托立夫			
	超级充电桩	科陆电子（英飞源供）		导航系统		高德	高德	内饰纹理		广州棚泽八光			
		长园深瑞（英可瑞供）		音乐			腾讯	仪表盘系统		富维安道拓（金发供）			
	充电插座	科士达		汽车音响系统			腾讯	被动安全系统		高田、锦州锦恒			
		安费诺		空调系统		比亚迪	德国马勒	整车车型工程设计		奥托立夫			
									车身模具		爱达克		
									车身结构		天汽模		
								车身材料		爱机			
										宝钢、诺贝丽斯			

供应链梳理——蔚来：博采众长 汇集世界领先供应商

蔚来汇集了世界各领域的龙头供应商。产品集成了宁德时代电芯、博世底盘系统、大陆悬架系统等全球细分领域一梯队产品，博采众长，综合配置高。而蔚来换电模式对电池标准化要求较高，因而电池模组采取比较单一的供应商策略。

	蔚来ES8		蔚来ES6		蔚来ES8		蔚来ES6		蔚来ES8		蔚来ES6	
三电系统	电池模组	宁德时代	宁德时代		动力总成悬置	博世			座椅总成	延锋安道拓	延锋安道拓、巴斯夫合成皮	
	电池包	苏州正力蔚来	苏州正力蔚来		iBooster	博世			前保险杠	延锋彼欧	国风塑业	
	电池设计方案	Hofer	Hofer		四驱系统	博世			尾门总成	延锋彼欧		
	动力电池热传导材料	powertrain	powertrain		ESP车身电子稳定系统	博世	博世		尾门控制器	大陆	Edscha	
		GLPOLY			气囊控制器	博世			尾门报警器		Edscha、宁波凯普电子	
	BMS	联合电子	联合电子		胎压监测系统	大陆	大陆		主地毯	佩尔哲		
	驱动电机	蔚然动力	蔚然动力		空气悬架系统	大陆	大陆		门锁	凯毅德		
	电机控制器	蔚然动力	蔚然动力		轮胎	大陆	倍耐力		天窗	伟巴斯特	伟巴斯特	
	电机绝缘纸	杜邦			轮辋	万丰奥威			遮阳板	岱美	岱美	
智能驾驶/交互	热管理系统	三花智控	三花智控		制动软管	大陆	明治		前挡风玻璃	福耀玻璃	福耀玻璃	
		空调国际热能系统	空调国际热能系统		后制动盘	泛博制动	泛博制动		内饰材料	贝内克-长顺		
	视觉芯片	Mobileye	Mobileye		后电子卡钳	泛博制动	泛博制动		安全约束系统	延锋百利得	延锋百利得	
	前视摄像头	均胜电子	均胜电子		前制动盘	布雷博			整包内饰	安通林		
	毫米波雷达	博世	博世		前制动卡钳	布雷博			外后视镜	梅克朗	梅克朗	
	HUD	蔚来、泽景电子			制动液	德联			后视镜转向灯		麦格纳	
	液晶仪表	蔚来、马瑞利			电子助力转向	蒂森克虏伯/万都	蒂森克虏伯/万都		座椅舒适系统	康斯伯格		
	语音交互	科大讯飞			电子助力制动		博世		换挡器	康斯伯格		
	智能手机终端	大陆			压缩机总成	翰昂			车灯	马瑞利		
	ADAS传感器	博世			电磁膨胀阀	三花智控			脚踏板	马瑞利		
	中控	德赛西威			后减震器总成	采埃孚萨克斯	采埃孚萨克斯		门板、仪表板、副仪表板	常熟汽饰	常熟汽饰	
	导航	四维图新	四维图新		主线束电器	鹤壁天海	鹤壁天海		雨刷器		博世	
					转向节总成	六丰金属			白车身焊装	巨一		
					加速踏板传感器	海拉			铝车身材料	诺丽贝斯		
					音响	法国ARKAMYS			仪表盘横梁	镁镁合金		
					USB模块		德赛西威		后副车架总成	卡斯马	宁波建新底盘系统	
					车身控制模块		博世		冲压模具	联成		
										凯富		

供应链梳理——威马：发挥主机厂人脉资源优势

- 威马创始人沈晖与老东家博格华纳深度合作，签订了三年战略合作协议（2019-2021），博格华纳为威马汽车提供包括eDM电驱动模块在内的全系列先进电驱动技术及高效电气应用系统支持，同时威马也早在2016年就与四维图新达成自动驾驶和车联网方面的合作。

威马EX5		威马EX5		威马EX5		
三电系统	电池模组	宁德时代	高压母线总成	杭州豪润新能源	生产工厂	温州瓯江口
		力神	电动水泵总成	博世	装配机器人-焊装车间	日本FANUC发那科
		江苏塔菲尔	膨胀罐总成	上海宝鹿车业	装配机器人-总装车间	瑞士ABB
		中兴高能	压缩机总成	上海日立	智能软件系统	西门子
	电池包	威马自研	真空泵	海拉	轮胎拧紧器	瑞典ATLAS
	BMS热管理系统	东莞巨威	高压加热器	埃贝赫	可升降吊具	德国AFT
	驱动电机	博格华纳	空调总成	重庆超力	三合一随行加注机	FIVES法孚
		精进电动(2018)	左隔震垫总成	广州骆氏	终装线环形滑板	FIVES法孚
	电控控制系统	汇川技术	EPB电子驻车制动系统	芜湖伯特利		
	VCU整车控制器	沈阳希科泰	EPS电子助力转向	万都		
智能驾驶/交互	电机控制器	沈阳希科泰	胎压监测系统	上海保隆科技		
	自动驾驶芯片	Mobileye	轮胎	米其林 (Extra)		
	视觉芯片	Mobileye	减震器	固特异 (pro)		
	ESP车身电子稳定系统	博世	前大灯	一东机工		
	Living Pilot高级自动驾驶辅助系统	博世	全景天窗	华域视觉		
	智能交互车窗	水晶光电	座椅总成	伟巴斯特		
	车机	远峰科技	风挡玻璃	延锋安道拓		
	中控大屏	长虹佳华	仪表盘	福耀		
	车联网	四维图新	汽车玻璃升降器	延锋汽车		
	全液晶仪表	天有为	汽车模具	赛龙		
导航	高德		天汽模			
信息安全	360					

供应链梳理——理想：东安动力供发动机，李斯特、德尔福合作研发增程系统

- 理想增程式系统由东安动力提供1.2T三缸涡轮增压发动机，李斯特、德尔福等协助研发系统，宁德时代提供电池PACK。
- 总结来看，四大新势力都采用了宁德时代的电池、博世的自动驾驶感知传感器；理想、威马、小鹏都选择了汇川技术的电控，蔚来选择自研；理想和威马都采用了博格华纳的电机；理想、蔚来都采用了常熟汽饰的内外饰件。

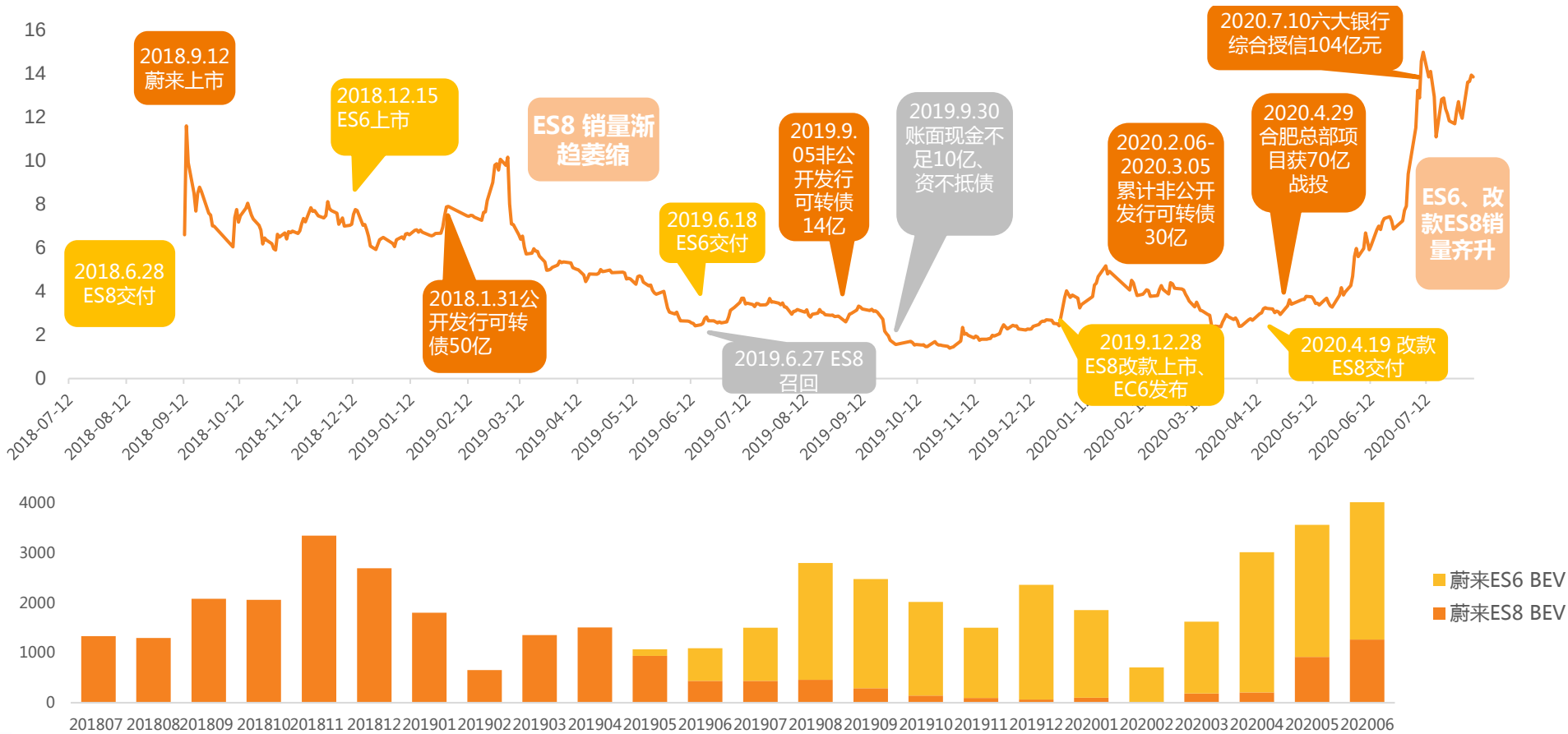
理想one		理想one		理想one		
动力系统	增程发动机	东安动力	视觉芯片	Mobileye	座椅	弗吉亚
	增程器	李斯特	毫米波雷达	博世	安全气囊	均胜电子
		德尔福	超声波雷达	博世	安全带	均胜电子
	动力电池	宁德时代	摄像头	豪威科技	外后视镜	麦格纳
	电芯	宁德时代	图像传感器	豪威科技	轮胎	米其林
	电池PACK	宁德时代	ADAS系统	易航智能	汽车玻璃	圣戈班
	高压连接器	泰科电子	行人提醒系统	万都海拉	进气格栅	劳士领
	前驱启动电机	联合电子	PEPS和BCM集成	科世达	模具	matrici
	后驱启动电机	博格华纳	语音识别	腾讯语音	铝板	诺丽贝斯
	电机控制器	汇川技术	中控屏	京东方	钢材	宝钢
	热管理系统	法雷奥	主机屏幕玻璃	康宁	车漆	巴斯夫
	冷凝器	法雷奥	车机系统	德赛西威	前后副车架	宁波建新
	冷却管	安徽中鼎	语音识别系统	小米小爱同学	A、B、C柱	重庆光能荣能
	中冷管	安徽中鼎	智能驾驶 / 交互	高通	侧裙板	重庆光能荣能
	燃油箱总成	车熙汽车配件（张家港）		德州仪器	外饰板	重庆光能荣能
底盘及电子系统	iBooster	博世		门板	常熟汽饰	
	ESP电子稳定系统	博世		车身覆盖件模具	屹峰	
	EPS电子助力转向	博世华域				
	整车多媒体线束系统	泰科电子				
	刹车片	博世				
	电子卡钳	苏州泛博制动				
	悬挂系统	马瑞利				
	电子换挡器	马夸特				
	减震器模块	上海汇众				

六、新势力如何估值？

新势力估值：股价与销量、现金流预期强联动

- 新势力股价与销量、现金流预期强联动。以蔚来为例，2018H2，ES8销量持续突破，股价坚挺，2019H1销量持续萎缩，股价同步下降，但2019H2随着ES6销量增加，股价并未提升，主要是因为当时蔚来账面现金持续锐减，至2019Q3已不足10亿，且股东权益为负，濒临破产，以及ES8召回事件影响消费者信心。随着ES8改款上市，2020H1持续的债务融资，合肥政府的战略投资以及银行授信支持，蔚来破产风险解除，ES6和ES8销量提升的积极信号不断释放，股价迅速上升。

图：蔚来上市后股价和销量变化历程（上图：元、下图：辆）

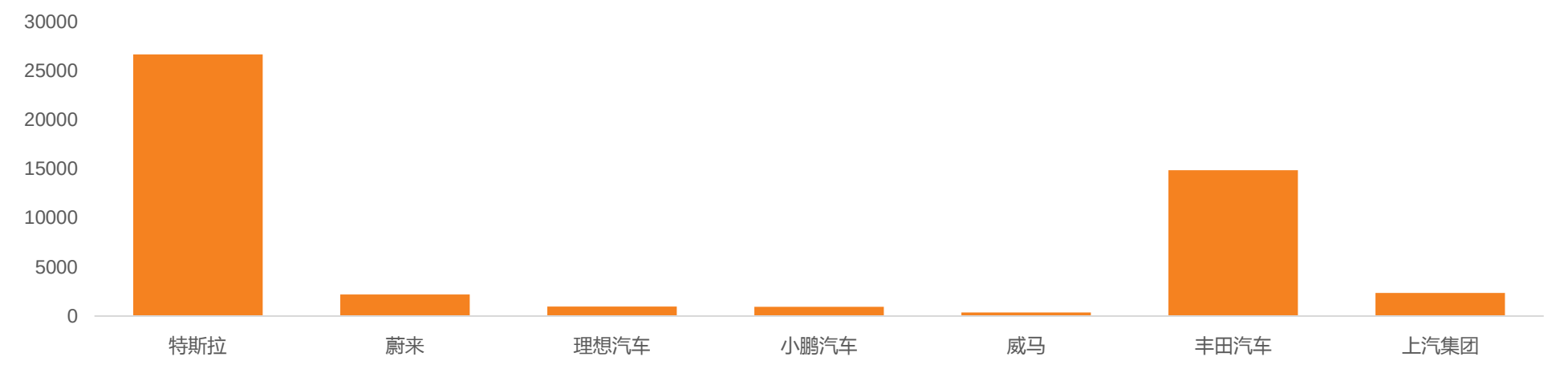


新势力估值对比

- 新势力由于短期难以盈利，适用于PS估值方法。特斯拉打开估值天花板，各新势力估值水平均对标特斯拉，高达11-12x PS。与之相比，丰田、上汽等传统主机厂估值体系对应PS水平不足一倍，体现市场对新能源渗透燃油车趋势的押注，以及对新势力重塑经销关系、盈利模式、售后体验的认可。

证券代码	证券简称	总市值（亿人民币）	营业总收入2020E（亿人民币）	PS
TSLA.O	特斯拉	26646	2123	12.5
	蔚来（美股上市主体持股75.9%）	2184（(1658/75.9%）	145	15.1
LI.O	理想汽车	962	84	11.4
XPEV.N	小鹏汽车（待上市）	936	55	17.0
	威马（待上市）	300-350		
TM.N	丰田汽车	14852	18195（*TTM）	0.8
600104.SH	上汽集团	2341	7736	0.3

图：各车企市值对比（亿人民币）（截至2020/9/9）



风险提示

- **新势力出现大规模召回事件：**

新势力车型产品在历经市场考验中或出现某批车型设计、质量瑕疵而被大规模召回，对品牌口碑、信任度和后续销量带来不可挽回的损害；

- **新能源市场竞争加剧：**

大众MEB、ABB、丰田、比亚迪、广汽、吉利等国内外主流传统车厂新平台车型尚未大规模推出，未来几年若车型产品集中上市，新势力细分市场竞争加剧，品牌实力尚不能抗衡下，车型销量或快速下滑；

- **新势力核心成员离职风险：**

新势力在创业初期，创始人、研发、产品、销售等关键领导人物出走或使得产品开发、生产阶段性搁置，若无梯队人才承接，或将造成竞争力下滑、消费者品牌信心降低等局面。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS