

大浪淘沙，未来可能无限 ——造车新势力系列报告之一

渤海证券研究所

证券分析师：郑连声 SAC NO：S1150513080003

证券分析师：陈兰芳 SAC NO：S1150520090001

2021年4月22日

投资要点

- **定位明确，智能驾驶护航。**以蔚来、理想、小鹏、威马为代表的造车新势力定位明确、车型规划明晰，持续打造具备科技感、智能化的优质产品，蔚来ES6/理想ONE/小鹏P7等车型的推出在引发业界关注的同时，销量也持续增长。蔚来、理想、小鹏、威马还积极发展智能驾驶以增强竞争力，均搭载了辅助驾驶系统和语音交互系统，OTA持续更新，可实现的自动驾驶功能逐步完善，同时传感器持续升级，未来激光雷达的搭载率将上升。蔚来、理想、小鹏、威马积极探索合适的生产模式和销售模式，在生产上代工和自建并存，在销售上均采用了直营模式并探索新零售。
- **业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近。**蔚来、理想、小鹏的业绩持续向好，均表现出盈利能力增强的趋势，其中理想在2020Q4实现了首次盈利，蔚来、理想的2020年经营性现金流均已转正。基于假设，蔚来、理想、小鹏达到盈亏平衡点的年度销量分别为16.96、5.16、11.68万辆，按照每年上市一款新车型的速度，有望于2022~2023年前后实现盈亏平衡，蔚来、理想、小鹏、威马的2025年交付量预计分别将达32.5、22.0、25.0、19.0万辆。
- **投资策略：**2021年随着独资、合资、自主品牌、造车新势力等持续推出新车型，新能源汽车市场的竞争将日趋激烈，销量预计也将继续快速增长，造车新势力的销量预计再创新高，景气度预计将延续。建议关注造车新势力产业链优质标的，如宁德时代（300750）、福耀玻璃（600660）、三花智控（002050）、华域汽车（600741）、科博达（603786）等，以及进入宁德时代供应链的企业，如先导智能（300450）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）。
- **风险提示：**新能源汽车产销量不及预期；造车新势力车型推出或量产不及预期；智能驾驶发展不及预期；芯片短缺超出预期；新能源汽车政策推出不及预期。

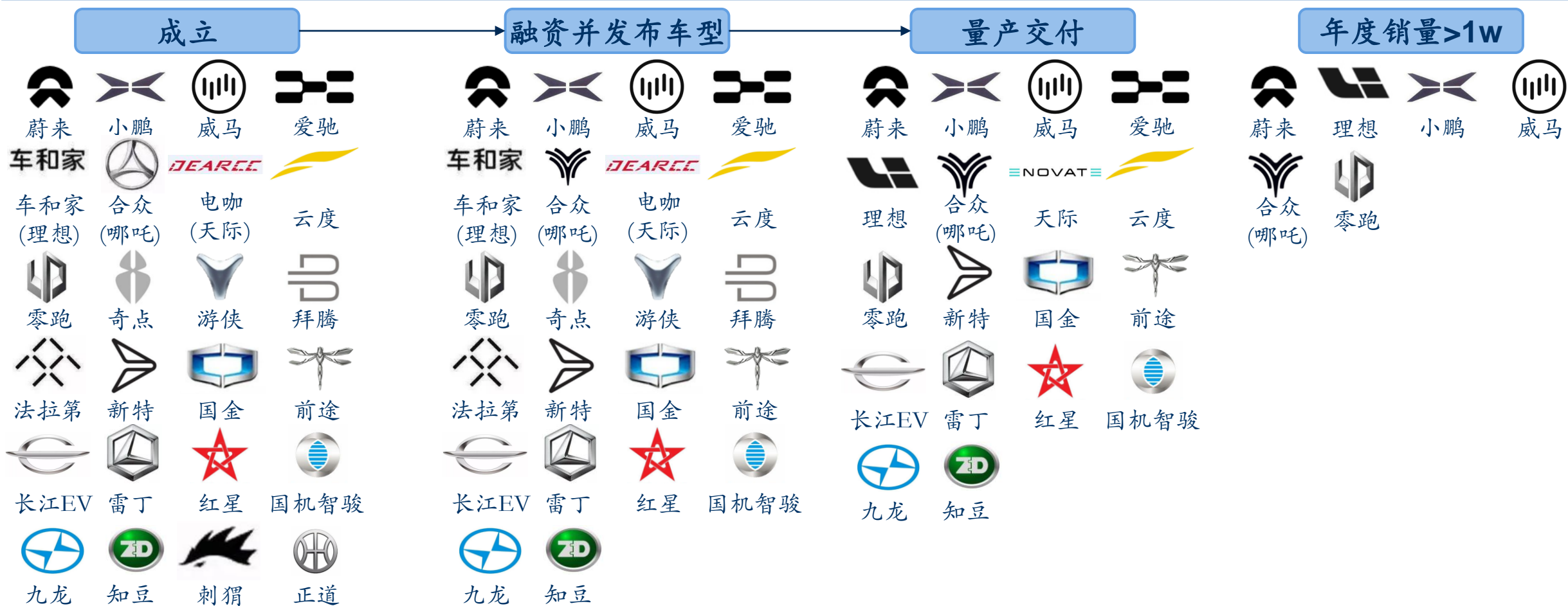
主要内容

-  大浪淘沙，强者恒强
-  新势力TOP 4的向上之道
-  业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近
-  新势力TOP 4的供应链梳理
-  投资建议

1.1 大浪淘沙，优胜劣汰

优胜劣汰下，仅少数优质车企方能存活。巅峰时，造车新势力曾有300多家，而在经历融资-车型设计和发布-产能建设-量产交付等系列考验后，唯有蔚来、理想、小鹏、威马等少数车企存活并实现可观的销量。

图：造车新势力的发展

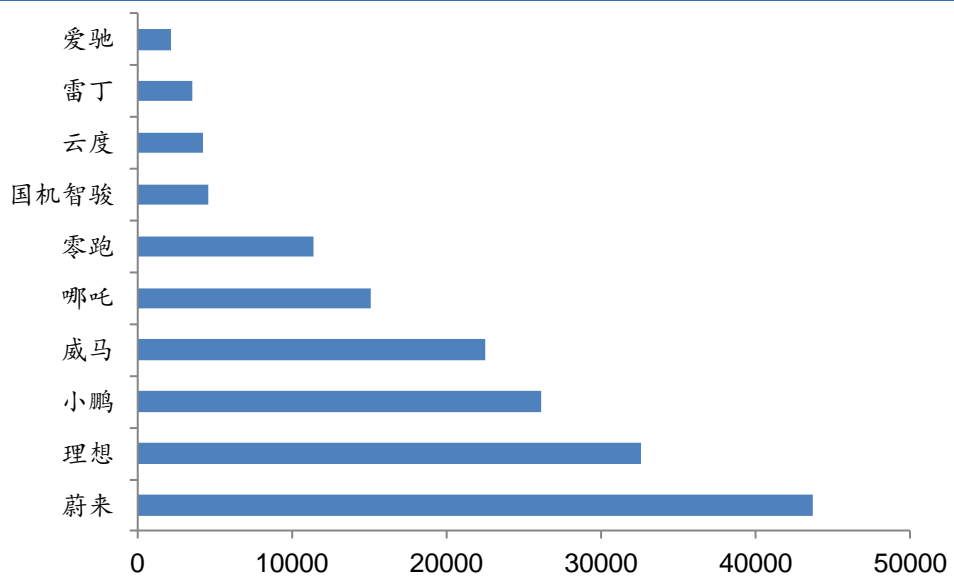


资料来源：百度，搜狐等，渤海证券

1.1 大浪淘沙，优胜劣汰

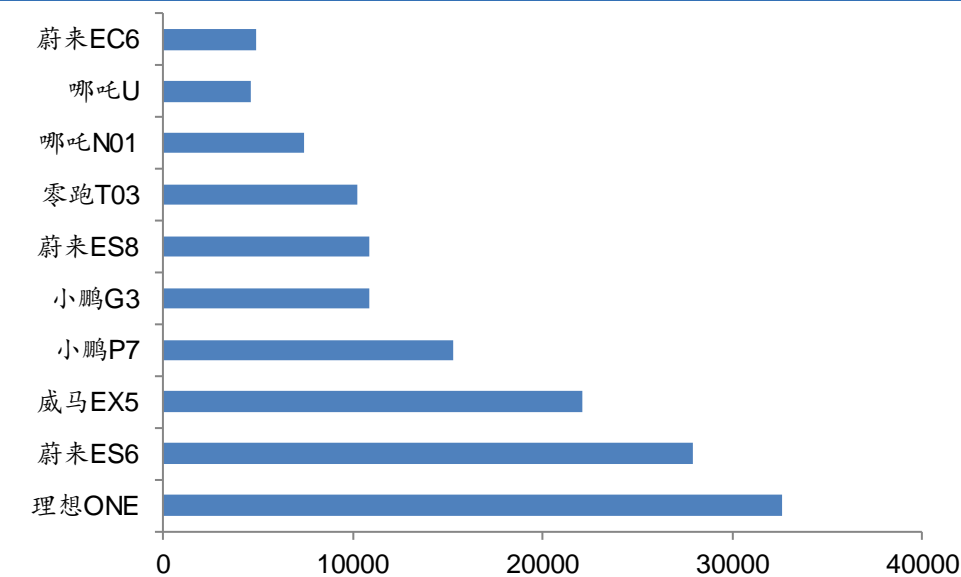
造车新势力TOP 4脱颖而出，市场份额集中。造车新势力市场份额提升，占新能源乘用车销量的比例已从2019年的7%提升至2020年的15%。2020年造车新势力中，CR5份额为82%，CR4份额为73%，市场集中度高，CR4的销量均超过2万辆，分别为蔚来（43728辆）、理想（32624辆）、小鹏（26159辆）、威马（22495辆）。

图：2020年造车新势力销量排名（辆）



资料来源：乘联会，渤海证券

图：2020年造车新势力车型销量排名（辆）



资料来源：乘联会，渤海证券

1.1 大浪淘沙，优胜劣汰

融资向第一梯队集中，马太效应凸显。经统计，第一梯队中，蔚来累计融资超700亿元，小鹏超450亿元，理想和威马均超300亿元，而第二梯队的哪吒、零跑尚不足100亿元。马太效应在融资上也凸显出来，差距拉大。

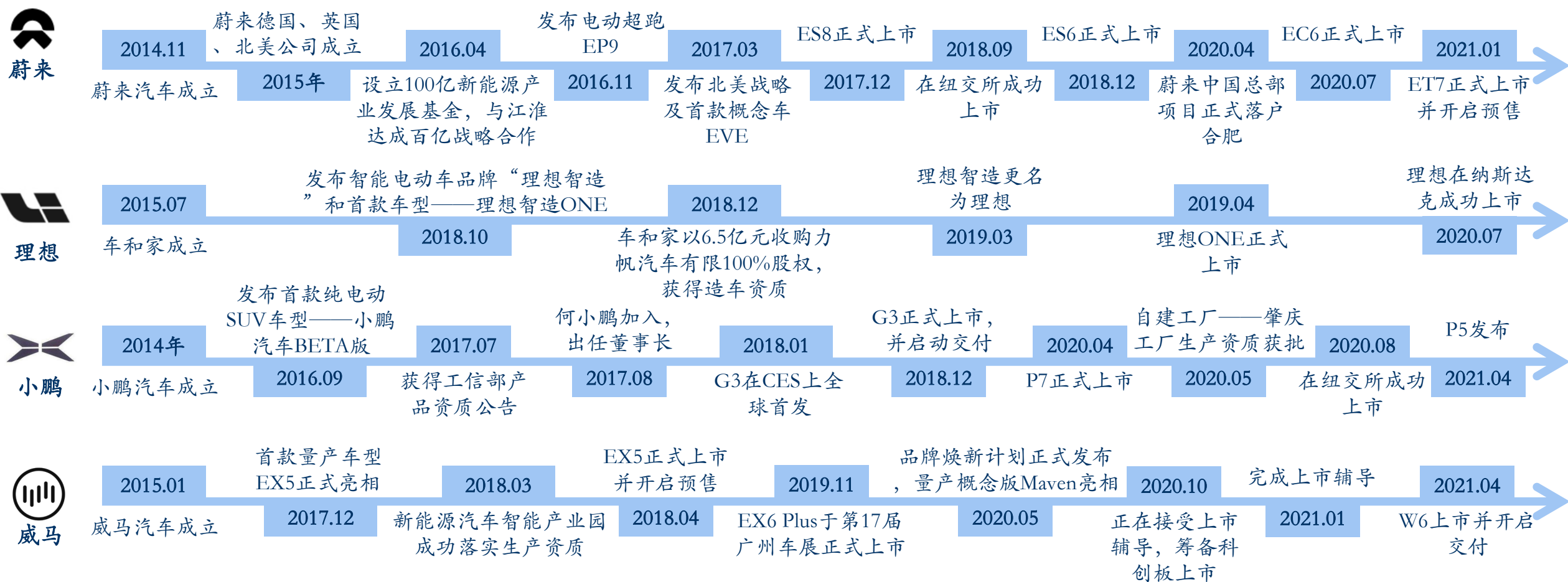
图：造车新势力的融资过程

蔚来	A轮	B轮	C轮	战略融资	D轮	IPO	战略融资	债权融资	战略融资	ADS增发	债权融资
	2015.06 腾讯、京东、高瓴等，1亿美元	2015.09 红杉、愉悦、和玉，5亿美元	2016.06 淡马锡、联想创投等，1亿RMB	2017.03 百度、腾讯、IDG等，6亿美元	2017.11 腾讯、华夏资本等，10亿美元	2018.09 纽交所上市，约10亿美元	2018.10 Baillie Gifford，未知	2019.2~2020.3 高瓴、腾讯、数家亚洲投资基金，10.85亿美元	2020.04 合肥的战投，70亿RMB	2020.06&09&12 共发行2.4亿股ADS，募集资金48亿美元	2021.01 发现可转换优先债券15亿美元
理想	天使轮	A轮	A+轮	Pre-B&B轮	股权融资	C轮	D轮	战略融资	IPO	ADS增发	债权融资
	2015.10 明势资本，未知	2016.05 利欧股份、源码资本等，7.8亿RMB	2017.09 利欧股份、李想等，6.2亿RMB	2017.10&11 山行、Star VC等，0.5亿RMB；经纬、银泰等，30亿RMB	2018.11 山行资本，0.2亿美元	2019.08 京冀资本、美团点评、字节等，5.3亿美元	2020.06 美团点评、李想、中金资本，5.5亿美元	2020.07 美团点评、王兴、王慧文、字节，3.8亿美元	2020.07 纳斯达克上市，约11亿美元	2020.12 募集资金13.63亿美元	2021.01 发现可转换优先债券8.625亿美元
小鹏	天使轮	Pre-A轮	A&A+轮	B轮	战略融资	B+轮	C&C+轮	战略融资	IPO	ADS增发	
	2015.04 微光创投、紫牛，0.1亿RMB	2016.03 未知，0.42亿美元	2017.06&12 优车、IDG、阿里等，23亿RMB	2018.01 阿里、富士康等，22亿RMB	2018.02 鸿海精密，3亿RMB	2018.08 何小鹏、高瓴等，40亿RMB	2019.11&2020.08 小米等，4亿美元；高瓴、红杉等，9亿美元	2019.12&2020.09 鲲鹏科创，1.26亿RMB；凯得，40亿RMB	2020.08 纽交所上市，14.96亿美元	2020.12 募集资金约25亿美元	
威马	A轮	战略融资	B轮	B+轮	战略融资	C轮	D轮				
	2016.08 跃马资本。10亿美元	2017.11 远景能源、七海资本，未知	2017.12 百度资本、百度集团、天奇创投、海纳亚洲，10亿美元	2017.12 调整基金、五矿资本、腾讯、红杉，未知	2018.04 远东宏信、新鼎、远翼，未知	2019.03 百度资本、红杉、钜派等，30亿RMB	2020.09 上海国资投资、上汽、百度、海纳亚洲等，100亿RMB				

1.2 新势力TOP 4的基本情况

造车新势力TOP 4陆续上市。蔚来、理想、小鹏已经实现赴美上市，威马汽车正在推进科创板上市，已于1月完成上市辅导。

图：蔚来、理想、小鹏、威马的发展历程



1.2 新势力TOP 4的基本情况

蔚来 **创始人及高管：**创始人李斌具有丰富的汽车和互联网行业投资和从业经验，曾创立易车，投资30多家相关公司。联合创始人秦力洪有着丰富的市场营销和咨询顾问经验。高管团队拥有传统汽车、咨询顾问、行业研究等领域的从业经验。

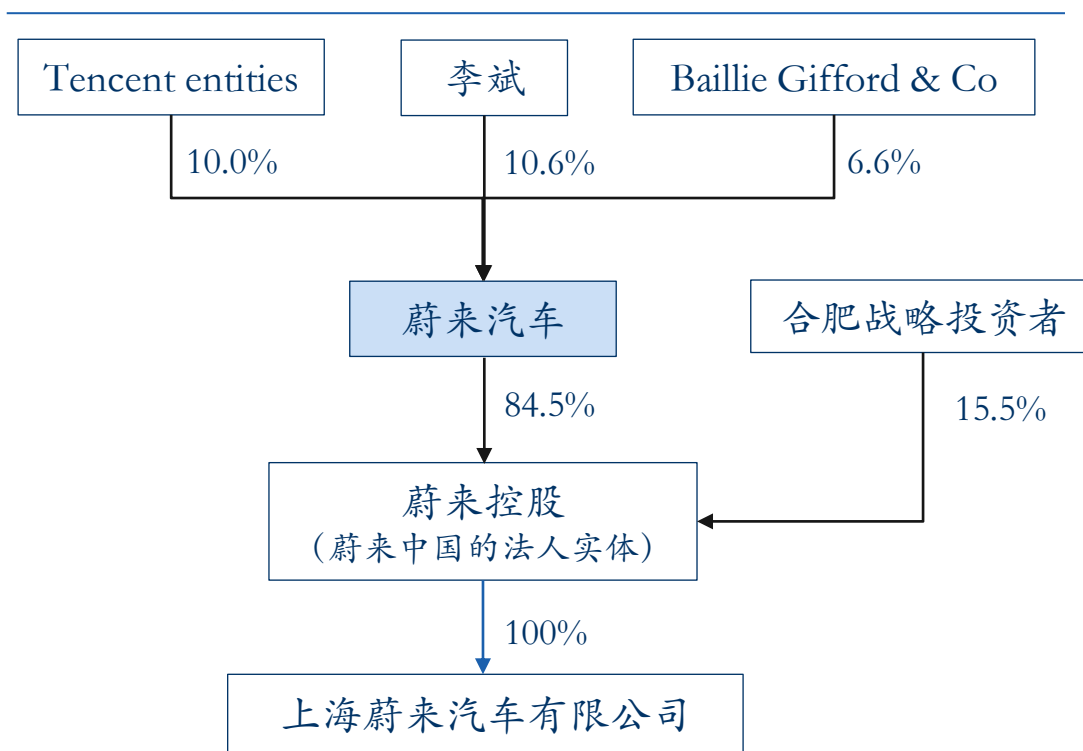
股权结构：创始人李斌为蔚来的第一大股东，持股10.6%；腾讯的持股比例为10.0%。



表：蔚来汽车的创始人和高管

高管	职位	教育和工作经历
李斌	创始人、董事长、CEO	北京大学社会学学士。易车创始人、董事长，现任中国汽车经销商协会（CADA）副主席、中国互联网协会常务理事
秦力洪	联合创始人、董事、总裁	北京大学法学学士、硕士，哈佛大学公共政策硕士。历任宝洁市场部助理品牌经理，罗兰贝格高级顾问和项目经理，安徽奇瑞汽车销售服务有限公司副总经理，龙湖地产首席营销官兼执行董事
沈峰	执行副总裁、质量管理委员会主席	复旦大学数学和力学学士、应用力学硕士，奥本大学机械工程博士。历任福特动力总成经理、六西格玛黑带大师，沃尔沃中国研发公司总裁、亚太区运营副总裁，Polestar中国总裁、全球首席技术官
周欣	执行副总裁、产品委员会主席	复旦大学应用科学学士，中欧商学院商业管理硕士。历任通用汽车中国公司高级经理，李尔公司的执行董事，麦肯锡业务经理，观致汽车执行董事。
奉玮	首席财务官	清华大学汽车工程系学士、硕士，德国亚琛工业大学汽车工程系硕士。曾就职于采埃孚，历任光大证券汽车分析师，中金公司董事总经理兼汽车及零部件团队首席分析师。

图：蔚来汽车的股权结构



1.2 新势力TOP 4的基本情况

理想

创始人及高管：创始人李想具有丰富的汽车和互联网行业投资和从业经验，曾创立泡泡网、汽车之家。联合创始人沈亚楠曾是联想副总裁，具备高科技行业从业经验。高管团队拥有汽车零部件、智能网联、咨询顾问等领域的从业经验。

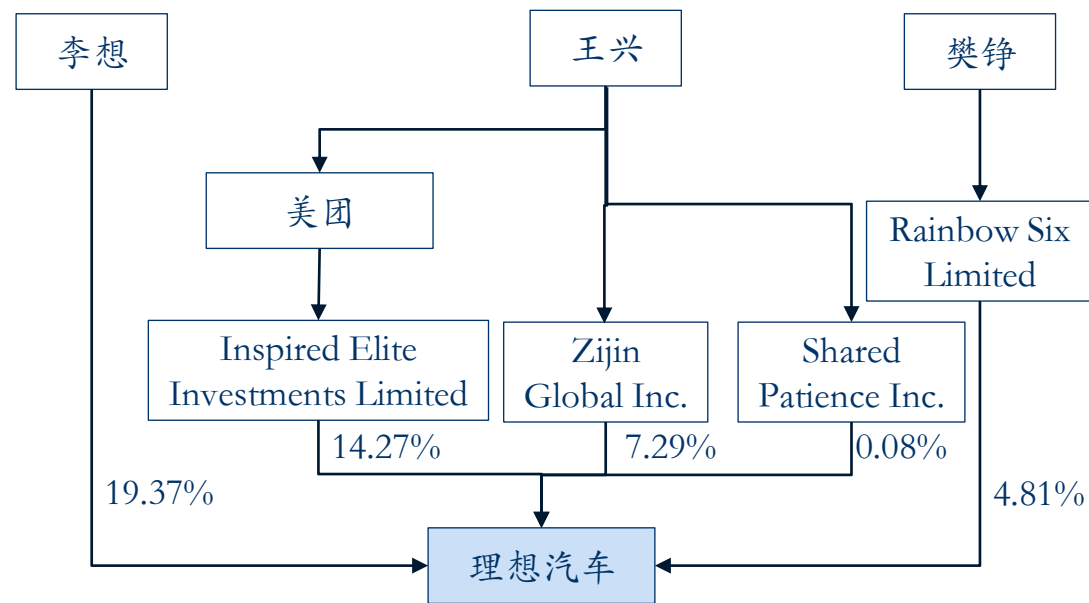
股权结构：当前李想是公司第一大股东，持股19.37%；美团旗下的Inspired Elite Investments Limited以14.27%的持股比例成为第二大股东。

表：理想汽车的创始人和高管

高管	职位	教育和工作经历
李想	创始人、董事长、CEO	泡泡网、汽车之家创始人，曾任蔚来汽车董事，现任车和家创始人及CEO，四维图新独立董事，多家私营公司的董事会成员
沈亚楠	联合创始人、董事、总裁	上海交通大学工业外贸学士，爱丁堡大学物流与供应链管理硕士，中欧商学院EMBA。历任中兴通讯IT总监，埃森哲管理顾问，联想副总裁，摩托罗拉移动中国董事长
李铁	联合创始人、董事、首席财务官	清华大学学士、硕士。曾就职于普华永道北京办事处，汽车之家财务副总裁
王凯	首席技术官	北京工业大学微电子工程学士，赫尔辛基应用科学大学工业管理硕士。曾就职于诺基亚，伟世通全球首席设计师和高级驾驶员辅助系统总监，现担任同济大学汽车学院客座教授
马东辉	联合创始人、总工程师	武汉理工大学动力工程学士、机械硕士，上海大学制造与自动化专业学位。历任简式设计车身部门总监，阿尔特高级项目经理，三一重工研究所所长

资料来源：理想官网，渤海证券

图：理想汽车的股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券

1.2 新势力TOP 4的基本情况

小鹏



创始人及高管：创始人何小鹏无汽车行业从业经验，但具有丰富的互联网行业投资和从业经验，曾创立UC，就职于阿里。联合创始人夏珩、何涛的汽车行业从业经验丰富，曾就职于广汽集团研究院，技术研发能力强。高管团队拥有传统和新能源汽车、自动驾驶等领域的从业经验。

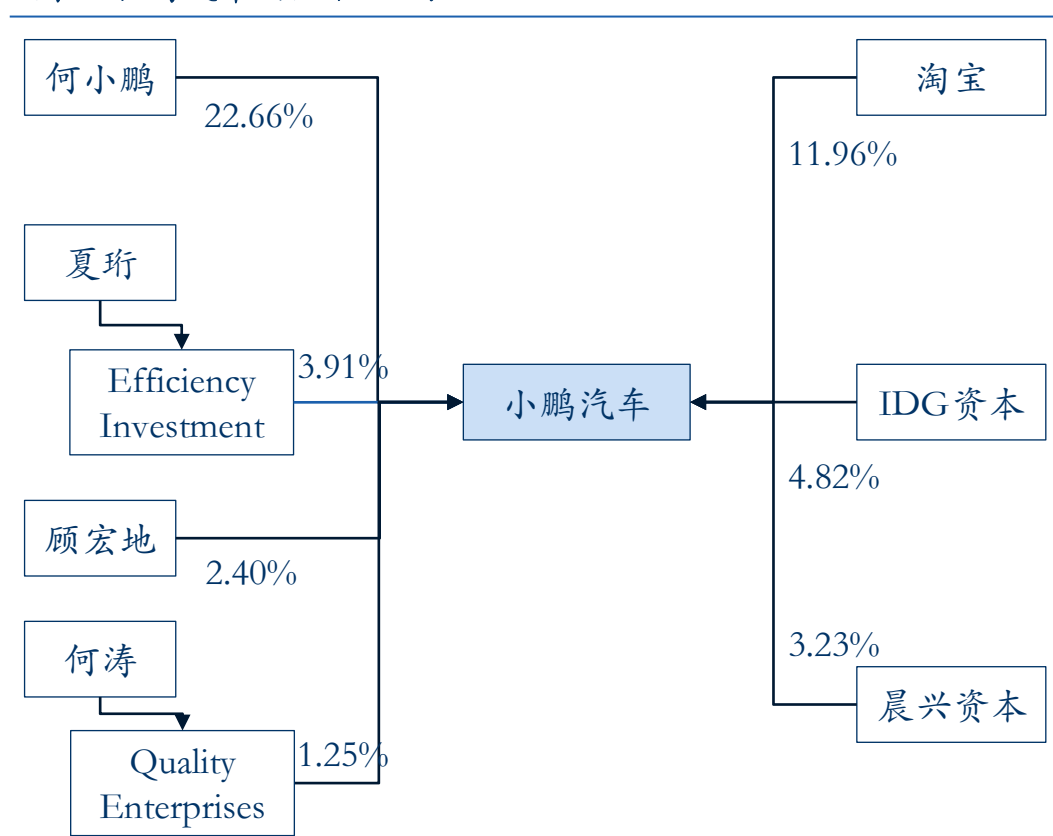
股权结构：当前何小鹏是公司第一大股东，持股22.66%；第二大股东是阿里巴巴，持股11.96%。

表：小鹏汽车的创始人和高管

高管	职位	教育和工作经历
何小鹏	联合创始人、董事长、CEO	华南理工大学计算机科学学士。UC联合创始人，历任UC生产总裁，阿里移动事业群总裁，阿里游戏董事长，土豆总裁
夏珩	联合创始人、董事、总裁	清华大学汽车工程学士、机械工程硕士。曾就职于广汽集团研究院，负责新能源汽车和智能汽车控制系统的开发
何涛	联合创始人、董事、高级副总裁	清华大学汽车工程学士、硕士。曾就职于广汽集团研究院，组建了自动驾驶团队，负责新能源控制系统的开发，并参与广汽第一型号NEV的开发。
顾宏地	副董事长、总裁	俄勒冈大学化学学士，耶鲁大学工商管理硕士，华盛顿大学生物化学博士。历任摩根大通亚太投资银行董事总经理、董事长
吴新宙	自动驾驶副总裁	清华大学电气工程学士，伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校电气工程硕士、博士。历任高通公司高级工程总监和自动驾驶/ADAS团队负责人
徐吉汉	汽车研发副总裁	华中科技大学控制工程学士，苏黎世联邦理工学院自动化硕士、博士。历任奥地利AVL公司（美国园区）首席工程师，广汽研发中心总工程师，菲斯克汽车副总裁，蔚来美国中心副总裁
蒋平	制造副总裁	湖南大学内燃机学士、硕士，吉林工业大学和考文垂大学工商管理硕士。历任广汽零部件副董事长兼总经理，广州本田副总经理，广汽副总经理、副总裁，蔚来汽车副总裁等
刘明辉	动力总成副总裁	吉林工业大学汽车学学士、汽车设计制造硕士、汽车工程博士。曾任中国一汽技术研究所副所长

资料来源：小鹏官网，渤海证券

图：小鹏汽车的股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券

1.2 新势力TOP 4的基本情况

威马



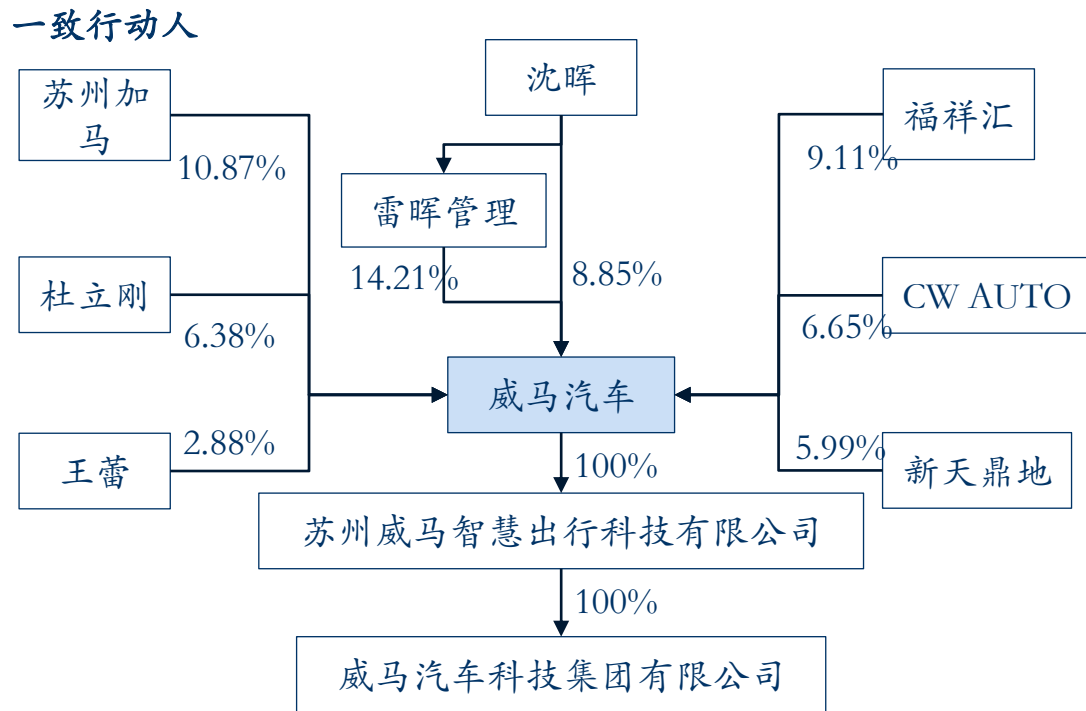
创始人及高管：创始人沈晖具有丰富的传统汽车行业从业经验，曾就职于吉利、沃尔沃等。联合创始人杜立刚在财务管理、成本控制等方面经验丰富。高管团队拥有传统汽车、国际投行等领域的从业经验。

股权结构：当前沈晖及其控制的雷晖管理合计持股23.06%，为公司的实际控制人，其妻子王蕾、杜立刚、苏州加马为其一致行动人。

表：威马汽车的创始人和高管

高管	职位	教育和工作经历
沈晖	创始人、董事长、CEO	华南理工大学工程力学学士，加利福尼亚大学洛杉矶分校结构工程硕士，明尼苏达大学工商管理硕士。历任博泰集团联合创始人及CEO，吉利控股董事兼副总裁，上海吉利兆圆国际投资公司董事长及CEO，沃尔沃高级副总裁兼中国区董事长，菲亚特动力科技公司中国区CEO，博格华纳中国区总裁等
杜立刚	联合创始人、执行副董事长	扬州大学学士，SOUTHCROSS大学工商管理硕士，Thunderbird Businessschool EMBA。历任西门子成本会计兼ERP系统项目成员葛兰素威康、飞利浦家电（苏州）财务总监，苏州本控电子科技创始人、董事长兼CEO
闫枫	合伙人、首席技术官	斑马创始人之一，历任上海通用信息系统部工程师/经理，上海乘用车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
张然	首席财务官	波士顿大学经济学博士。历任福特北美/中国财务管理职务，吉利控股副CFO，吉利汽车执行董事及CFO，博泰集团CFO
麦志超	首席战略官	杜伦大学现代语言学学士。历任巴林银行助理董事，花旗所罗门美邦、富瑞集团、花旗银行、高盛银行董事总经理，VIEW FROM THE PEAK首席执行官

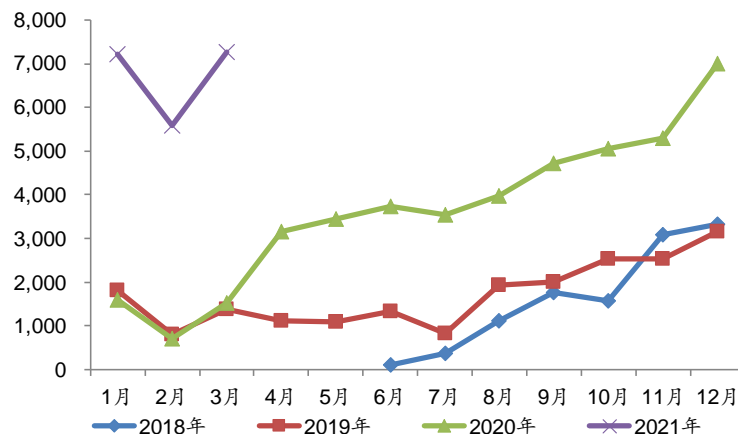
图：威马汽车的股权结构



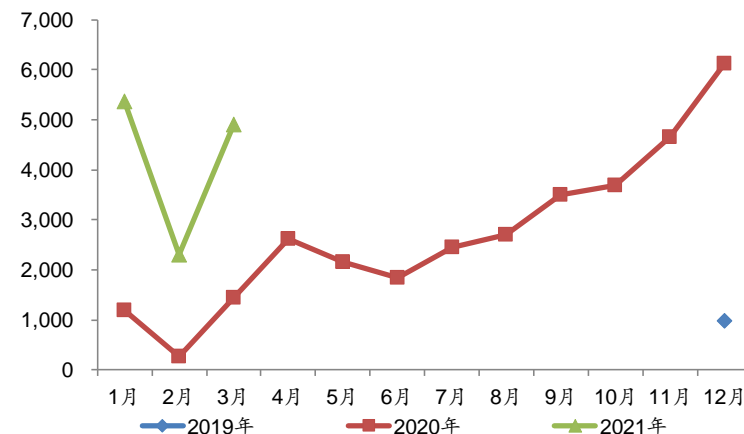
1.2 新势力TOP 4的基本情况

销量逐步提升，未来预期继续向好。TOP 4销量逐年向好、月度销量屡创新高，2020年都有不同程度的增长，2021年月度销量也实现同比增长。

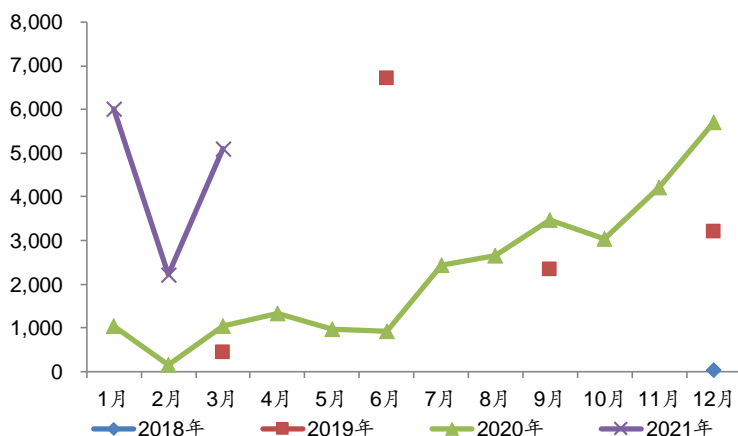
图：蔚来汽车销量走势（辆）



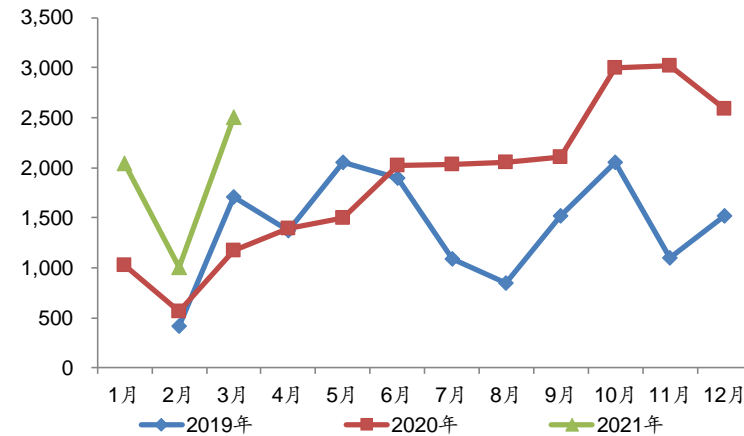
图：理想汽车销量走势（辆）



图：小鹏汽车销量走势（辆）



图：威马汽车销量走势（辆）



资料来源：乘联会，各车企
微信公众号，渤海证券

注：2019年3、6、9、12月的数据点代表的是季度销量

主要内容

大浪淘沙，强者恒强

新势力TOP 4的向上之道

业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近

新势力TOP 4的供应链梳理

投资建议

2.1 明确定位，打造优质产品

蔚来



定位：中高端新能源汽车市场，量产上市车型的价位为35.80-62.40万元。

车型发布及规划：高端超跑EP9打造优质品牌→高端量产SUV车型ES8→中高端量产SUV车型ES6、EC6→高端量产轿车ET7（于2020年1月开启预售，预计2022Q1交付），从高端市场渗透至中高端市场，从SUV拓展至轿车，产品矩阵逐步完善，未来还将按照每年一款的进度推出新车型，车型也将延伸至MPV、Coupe。

设计：极致性能和愉悦生活的融合，重视用户体验。产品具备科技感、智能化，迎合年轻人审美和喜好。采用全景天幕、流线型动感设计、中控大屏、高颜值和高质感内饰等要素，提升体验感。

图：蔚来汽车的车型发布路径



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

蔚来



图：蔚来EC6的全景天幕



资料来源：公司官网，渤海证券

图：蔚来ES6的前脸和LED大灯



资料来源：公司官网，渤海证券

图：蔚来ET7的流线型设计



资料来源：公司官网，渤海证券

图：蔚来ES8的数字座舱



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

蔚来



ES8: 46.80~62.40万元，综合性能出色。对标特斯拉Model X，在最高时速、百公里加速、快充等方面有所不及，但价格便宜30~40万元，综合性价比较高。

ES6和EC6: 35.80~52.60万元，续航里程优于ES6，相较于同价位ES8的百公里加速度有所提升，综合性能出色。对标特斯拉Model Y，在最高时速、百公里加速、快充、百公里耗电量等方面不及Model Y，售价也高于Model Y，总体而言性价比比较Model Y有所不及。

表：蔚来汽车ES8/ES6/EC6与特斯拉Model X/Y的性能参数对比

车型	蔚来ES8 70kWh	蔚来ES8 100kWh	特斯拉Model X (进口)	蔚来ES6 70kWh	蔚来ES6 100kWh	特斯拉Model Y 长续航版	蔚来EC6 70kWh	蔚来EC6 100kWh
售价 (万元)	46.8/47.6/55.8/ 52.6/53.4/61.6/ 56.6		84.999/99.999	35.8/39.8/46.8	41.6/45.6/52.6	34.79	36.8/40.8/46.8	42.6/46.6/52.6
级别	C级SUV	C级SUV	C级SUV	B级SUV	B级SUV	B级SUV	B级SUV	B级SUV
长*宽*高 (mm)	5022*1962*1756		5037*2070*1684	运动版: 4850*1965*1758 性能版和签名版: 4850*1965*1731		4750*1921*1624	运动版: 4850*1965*1731 性能版和签名版: 4850*1965*1714	
整备质量 (kg)	2425	2460	2352/2455	2290/2345	2310/2345	1997	2250/2299	2280/2329
电池类型	三元	三元	三元	三元	三元	三元	三元	三元
电池供应商	宁德时代	宁德时代	松下	宁德时代	宁德时代	LG化学	宁德时代	宁德时代
最高时速 (km/h)	200	200	250/262	200	200	217	200	200
百公里加速 (秒)	4.9	4.9	3.9/2.6	5.6/4.7	5.6/4.7	5.1	5.4/4.5	5.4/4.5
续航里程 (km)	415	580	580/547	420/430	600/610	594	430/440	605/615
电池能量 (kWh)	70	100	100	70	100	77	70	100
电池能量密度 (Wh/kg)	135.08	185.44		135.08/135.65	185.44	161	135.65	185.44
百公里耗电量 (kWh/100km)	17.4	20		18.1	17.4	13.9	17.2/17.4	17.3
快充时间 (h)	0.8	≤1	1	0.8	≤1	1	0.8	≤1

资料来源：公司官网，工信部，汽车之家，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

蔚来



ET7——蔚来首款高端智能轿车，价位44.80-52.60万元，2021年1月预售，预计2022Q1交付

- 搭载NAD自动驾驶，采用Aquila蔚来超感系统、Adam蔚来超算平台，拥有33个高精度传感器（其中激光雷达1个）、4颗NVIDIA Orin芯片
- 第二代数字座舱，NOMI车载人工智能系统、12.8英寸AMOLED中控屏、10.2英寸HDR数字仪表等
- 采用第二代高效电驱平台，搭载150kWh**固态电池**，1000+km超长续航
- 整车最大功率480kW，最大扭矩850N·m，百公里加速度3.9s
- 4D智能车身控制，融合高精地图与高精传感器，提前感知路况并主动调节悬架

图：蔚来ET7的配置

NIO et7				
外观	空间	数字座舱	性能	NAD自动驾驶
定义自动驾驶时代的汽车设计 同级领先的车身尺寸 智能无框电吸门 隐藏式感应门把手 穹顶式玻璃车顶 贯穿式心跳尾灯 运动着色卡钳* Moon主题外观套件*	第二起居室的空間设计 Karuun®可再生藤木材质 Microfiber超纤绒顶棚 前后排隐藏式智能出风口 环绕式光瀑氛围灯 智能香氛及空气净化系统 前后排加热通风按摩座椅 Nappa高级内饰套装*	全球首款UWB数字钥匙 10.2英寸HDR数字仪表 12.8英寸AMOLED中控屏 HUD增强平视显示系统 高通第三代数字座舱平台 NOMI车载人工智能伙伴 5G移动互联通讯 23个扬声器 7.1.4沉浸声系统	0.23Cd超低风阻系数 1,000公里超长续航* 180kW碳化硅前永磁电机 300kW后感应电机 百公里加速3.9秒 制动距离33.5米 智能空气悬架 中国与欧洲五星安全设计	33个高性能感知硬件 11个800万像素高清摄像头 超远距离精度激光雷达 瞭望塔式传感器布局 4颗NVIDIA DRIVE Orin芯片 1.016T神经网络算力 标配19项安全与辅助驾驶功能 ADaaS订阅模式
*选装配置				

2.1 明确定位，打造优质产品

理想

定位：为中国家庭设计和制造的中高端电动SUV，首款量产车型理想ONE的售价为32.80万元。

车型发布及规划：仅推出一款理想ONE，以独特的增程式电动车型切入市场，计划2022年发布一款全尺寸的高端增程式电动SUV。

设计：大空间设计，重视实用性，产品具备科技感、智能化，外观亮眼。采用四屏语音交互系统、星环式全LED大灯&尾灯、电动全景天窗等要素。

理想ONE：对标蔚来ES8和特斯拉Model Y，在最高时速、百公里加速、百公里耗电量等方面有所不及，但是售价较低，同时相对于ES8，理想ONE标配方向盘加热、第二排座椅加热等；相对于Model Y，理想ONE车内空间大且容纳人数多。

表：理想ONE与蔚来ES8、特斯拉Model Y的性能参数对比

车型	理想ONE	蔚来ES8七座版 70kWh	特斯拉Model Y 长续航版
售价（万元）	32.80	46.80	34.79
级别	C级SUV	C级SUV	B级SUV
长*宽*高（mm）	5020*1960*1760	5022*1962*1756	4750*1921*1624
整备质量（kg）	2300	2425	1997
电池类型	三元	三元	三元
电池供应商	宁德时代	宁德时代	LG化学
最高时速（km/h）	172	200	217
百公里加速（秒）	6.5	4.9	5.1
续航里程（km）	800km, 纯电 180km	415	594
电池能量（kWh）	40.5	70	77
电池能量密度（Wh/kg）	/	135.08	161
百公里耗电量（kWh/100km）	20.2	17.4	13.9
快充时间（h）	0.5	1.5	1

图：理想汽车的车型发布路径



2.1 明确定位，打造优质产品

图：理想ONE的大空间布局



资料来源：公司官网，渤海证券

图：理想ONE的四屏语音交互系统



资料来源：公司官网，渤海证券

图：理想ONE的行李箱空间



资料来源：公司官网，渤海证券

图：理想ONE的全LED尾灯



资料来源：公司官网，渤海证券



2.1 明确定位，打造优质产品

小鹏

定位：中高端新能源汽车市场，量产上市车型的价位为14.68-40.99万元。

车型发布及规划：G3/P7分别定位于开拓市场和中高端市场，2021年4月14日发布第三款全新量产车型P5，预计于2021Q4开始交付。

设计：产品年轻化、颜值高，具备科技感、智能化、运动感，符合年轻消费者需求。采用流线型设计、鹏翼、无框车门、全景天幕、全景式前挡风玻璃、环绕式情景律动氛围灯等要素，加大视野，提升驾乘感受

图：小鹏汽车的车型发布路径



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品



图：小鹏P7的高级轿跑曲线设计



资料来源：公司官网，渤海证券
图：小鹏P7的无框车门



资料来源：公司官网，渤海证券

图：小鹏P7的鹏翼设计



资料来源：公司官网，渤海证券
图：小鹏G3的全景太空驾驶座舱



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

小鹏 **G3:** 20万元以下，定位于开拓市场，不与特斯拉竞争，百公里加速度、最高时速等性能表现符合价位
P7: 22.99-40.99万元，定位于中高端市场，对标特斯拉Model 3，在车内空间、续航里程、电池能量密度、快充等方面的表现优于Model 3，但是在最高时速、百公里加速度上不及Model 3，售价上则是相差不大。

表：小鹏汽车G3/P7与特斯拉Model 3的性能参数对比

车型	小鹏G3 460i	小鹏G3 520i	小鹏P7后驱长续航	小鹏P7后驱超长续航	小鹏P7四驱高性能	特斯拉Model 3标准续航版	特斯拉Model 3 Performance高性能版
补贴后售价 (万元)	14.98/16.98	16.28/18.28/19.98	22.99/24.99/25.99	25.49/26.69/27.69/36.69	33.99/34.99/40.99	24.99	34.79
级别	A级SUV	A级SUV	B级轿车	B级轿车	B级轿车	B级轿车	B级轿车
长*宽*高 (mm)	4450*1820*1600	4450*1820*1610		4880*1896*1450		4694*1850*1443	
整备质量 (kg)	1609	1637	1865/1890	1910/1935	2060	1745	1836
电池类型	三元	三元	三元	三元	三元	磷酸铁锂	三元
电池供应商	宁德时代	宁德时代	宁德时代	宁德时代	宁德时代	宁德时代	LG化学
最高时速 (km/h)	170	170	170	170	170	225	261
百公里加速 (秒)	≥8.6	≥8.6	6.7	6.7	4.3	5.6	3.3
续航里程 (km)	460	520	586	706/670	562	468	605
电池能量 (kWh)	57.5	66.5	70.8	80.9	80.9	55	77
电池能量密度 (Wh/kg)	170	180	161	170	170	125	161
百公里耗电量 (kWh/100km)	14.1	14.1	13.4	12.5/13.6	16.3	12.6	13.5
快充时间 (h)	≥0.63	≥0.5	≥0.47	≥0.52	≥0.52	1	1

资料来源：公司官网，工信部，汽车之家，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品



P5——全球首款量产激光雷达智能汽车，2021年4月发布并预售，预计2021Q4交付

- 搭载XPILOT 3.5自动驾驶辅助系统，拥有32个传感器（其中激光雷达2个）及1组高精度定位单元（GNSS+IMU），将实现城市NGP（Navigation Guided Pilot，自主导航驾驶辅助驾驶）
- 搭载第三代高通骁龙旗舰级数字座舱平台，全系标配最新Xmart OS 3.0系统，拥有“全场景智能语音”功能
- 采用星轨环抱式座舱设计，1.493m²通透式全景天幕玻璃车顶
- NEDC综合续航600km，全车系采用无热蔓延安全设计电池，同级首次搭载热泵空调

图：小鹏P5



2.1 明确定位，打造优质产品

威马



定位：智能电动汽车的普及者，注重性价比，量产上市车型的价位为14.98-29.88万元，目标受众是中国新青年。

（集团发展“三步走”战略：第一步，做智能电动汽车的普及者；第二步，成为数据驱动的智能硬件公司；第三步，成长为智慧出行新生态的服务商）

车型发布及规划：EX5/EX6偏中低端，注重性价比，其在2020年5月、7月又分别推出了EX5-Z、EX6 plus，2021年3月无人驾驶量产SUV车型W6开启预售、4月16日上市并交付。2021年下半年将开启轿车战略，基于轿车战略的布局，将会推出两款主流产品，首款轿车或为搭载5G智能座舱、L4级自动驾驶的Maven。未来，W将代表威马的SUV序列，M将代表威马的轿车产品序列。

设计：威马的DNA——智能、有趣、精致、包容、轻松。产品具备未来感科技感、智能化，运用全尺寸空间美学。采用全景天窗、贯穿尾灯、健康和智能座舱、全液晶数字仪表等要素。

图：威马汽车的车型发布路径



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

威马



图：威马EX6 Plus的电动全景天窗



资料来源：公司官网，渤海证券

图：威马EX5-Z的一体式流光贯穿尾灯



资料来源：公司官网，渤海证券

图：威马EX6 Plus的智能座舱



资料来源：公司官网，渤海证券

图：威马EX5-Z的感应式电动尾门和大空间设计



资料来源：公司官网，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

威马



EX5: 14.98-19.88万元，主打性价比，对比小鹏G3，两者在续航里程、电池能量、百公里耗电量、快充等方面差不多，但是EX5的空间更大、百公里加速度略快，小鹏G3的最高时速更高、电池能量密度更高。

EX6 Plus: 23.99-28.88万元，价格区间上移，空间更大，智能化水平较EX5提高，但是市场认可度不高，销量低迷。

表：威马汽车EX5-Z/EX6 Plus和小鹏G3的性能参数对比

车型	威马EX5-Z Fun动感版	威马EX5-Z Nex探索版	威马EX5-Z Pro 性能版	小鹏G3 460i	小鹏G3 520i	威马EX6 Plus 400 极地版	威马EX6 Plus 500极地版	威马EX6 Plus 6座
补贴后售价 (万元)	14.98	17.98	19.88	14.98/16.98	16.28/18.28/19.98	23.99	25.99	27.99/28.88
级别	A级SUV	A级SUV	A级SUV	A级SUV	A级SUV	B级SUV	B级SUV	B级SUV
长*宽*高 (mm)	4585*1835*1672			4450*1820*1600	4450*1820*1610	4802*1839*1710		
整备质量 (kg)	1749	1783	1809	1609	1637	1861	1881	1909
电池类型	三元	三元	三元	三元	三元	三元	三元	三元
电池供应商	宁德时代/力神/宇量/中兴高能等			宁德时代	宁德时代	宁德时代/江苏时代等		
最高时速 (km/h)	160	160	160	170	170	160	160	160
百公里加速 (秒)	≤8.5	≤8.3	≤8.3	≥8.6	≥8.6	≤9.5	≤9.5	≤8.8
续航里程 (km)	403	520	520	460	520	408	503	501
电池能量 (kWh)	53.494	66	69	57.5	66.5	55	66	66
电池能量密度 (Wh/kg)	163.22	162.07	162.43	170	180	141.36	161.08	165.45
百公里耗电量 (kWh/100km)	14.1	14	14.1	14.1	14.1	14.5	14.5	14.4
快充时间 (h)	≥0.5	≥0.58	≥0.58	≥0.63	≥0.5	≥0.5	≥0.58	≥0.58

资料来源：公司官网，工信部，汽车之家，渤海证券

2.1 明确定位，打造优质产品

威马



W6：“20万级国内首款无人驾驶量产车型”，价位16.98~25.98万元，2021年3月开启预售，4月16日正式上市

- 搭载无人驾驶泊车系统，分为HAVP（自主学习泊车）和PAVP（高精地图泊车）两种无人驾驶泊车场景，实现停车场环境下L4级无人驾驶
- 搭载Living Pilot 3.0智行辅助系统，拥有20项L2+级驾驶辅助配置
- 搭载Living Mate全车交互系统，最新一代汽车智慧数字座舱平台（领先上一代10倍的算力），12.3英寸悬浮式智能屏幕、12.3英寸互动全液晶数字仪表、i-Touch车控屏

表：威马W6的性能参数

车型	威马W6 探索版/全能版/极智版	威马W6 极智版/特别版
补贴后售价（万元）	16.98/18.98/20.98	23.98/25.98
级别	B级SUV	B级SUV
长*宽*高（mm）	4620*1847*1730	4620*1847*1730
整备质量（kg）	1828	1882
电池类型	三元	三元
电池供应商	宁德时代	宁德时代
最高时速（km/h）	160	160
百公里加速（秒）	14.5	14.5
续航里程（km）	520	620
电池能量（kWh）	66	83
电池能量密度（Wh/kg）	163.16	181.47
百公里耗电量（kWh/100km）	14.1	14.4
快充时间（h）	0.67	0.67

资料来源：公司官网，工信部，汽车之家，渤海证券



2.2 用智能驾驶打造护城河

蔚来



将从辅助驾驶NIO Pilot升级成自动驾驶NAD。蔚来自研的NIO pilot可实现自适应巡航、全自动泊车等26项功能，搭载23个传感器。2021年1月9日蔚来发布ET7的同时也表示将在ET7上搭载NAD自动驾驶，届时实现的自动驾驶功能将更加齐全，并且将采用Aquila蔚来超感系统，拥有33个高精度传感器，包括了1个超远距高精度激光雷达。

自研NOMI车载人工智能系统：升级成全新NOMI Mate 2.0人工智能系统，拥有近90组人性化表情、超广角拍摄视野、符合人设的声线设计等。

表：蔚来汽车和特斯拉的自动驾驶系统对比

	蔚来NIO Pilot	蔚来NAD	特斯拉Autopilot
实现功能	自适应巡航、视觉融合全自动泊车、道路保持辅助、后侧来车预警、来车预警-主动制动、动态仪表盘及车道自动模拟、远近光自动控制、领航辅助、高速自动辅助驾驶、拥堵自动辅助驾驶、转向灯控制变道、驾驶员疲劳预警、车辆近距召唤、道路标识识别、自动限速调节、前侧来车预警等	将逐步实现高速、城区、泊车和换电场景的全覆盖，解放时间，减少事故，带来安全放松的点到点自动驾驶体验	自适应巡航、车道偏离避让、前方碰撞预警、自动辅助驾驶导航、智能召唤、自动泊车、自动辅助变道等
自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4	4颗NVIDIA Orin芯片	2个自研FSD芯片
芯片算力 (TOPS)	2.5	1016	288
传感器			
激光雷达		1	
毫米波雷达	5	5	1
超声波传感器	12	12	12
摄像头	5 (1个三目前向摄像头、4个环视摄像头)	11	8
其他	1个驾驶状态检测摄像头	1个ADMS增强主驾感、2个冗余高精度定位单元和1个V2X车路协同感知	
价格	精选包1.5万元，全配包3.9万元	未知	增强版自动辅助驾驶3.2万元，完全自动驾驶能力6.4万元

资料来源：公司官网，渤海证券

2.2 用智能驾驶打造护城河

理想

理想ONE上搭载了辅助驾驶系统，可实现自动紧急制动、全自动泊车等14项功能，搭载18个传感器，较蔚来NIO Pilot而言，功能和传感器都略不及。

芯片将升级：2020年9月，理想和NVIDIA、德赛西威签订战略合作协议，其将在2022年推出的全尺寸增程式智能SUV上率先使用NVIDIA Orin系统级芯片中运算能力最强的产品，其所使用的NVIDIA Orin芯片的单片运算能力可达到每秒200TOPS；基于强大的硬件系统，理想汽车将实现最高可达到Level 4级的自动驾驶功能，整车运算能力最高可扩展至2000TOPS。

其他智能功能：全车语音交互、智能语音助手、整车OTA升级等

表：理想汽车的辅助驾驶系统

	理想辅助驾驶
实现功能	自动紧急制动、全自动泊车、前向碰撞预警、停车位驶离、全速域自适应巡航、高清倒车影像、自动车道保持、360° 高清全景影像、车道偏离预警、窄路辅助（窄路监测，自动启动全景影像）、侧方盲区辅助、方向盘手握监测、并线辅助、道路限速提醒等
自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4
芯片算力 (TOPS)	2.5
传感器	
激光雷达	
毫米波雷达	1
超声波传感器	12
摄像头	5 (1个辅助驾驶前视摄像头, 4个环视摄像头)
配备情况	标配


资料来源：公司官网，渤海证券

表：NVIDIA Orin芯片的性能

	NVIDIA Orin芯片
单片算力 (TOPS)	200
算力提升幅度	相比上一代Xavier系统级芯片运算性能提升了7倍
生产工艺	7nm
功耗 (W)	45
发布时间	2019年
计划投产时间	2022年

资料来源：微信公众号，渤海证券

2.2 用智能驾驶打造护城河

小鹏  **自研XPILOT智能驾驶系统。**小鹏G3搭载XPILOT 2.5系统，小鹏P7最高搭载XPILOT 3.0系统，小鹏P5最高搭载XPILOT 3.5系统。3.5系统仍采用NVIDIA DRIVE Xavier芯片，算力是Mobileye EyeQ4的12倍；小鹏P5全车搭载32个传感器，较3.0系统增加1个，较蔚来NIO Pilot、特斯拉Autopilot分别多9、11个，其中有2个车规级激光雷达。在功能上，OTA升级后3.0系统推出“NGP自动导航辅助驾驶”功能，还新增了车道居中辅助、后向碰撞预警、交通标志识别等功能；3.5系统拥有停车场记忆泊车、高速自动导航辅助驾驶、城市自动导航辅助驾驶等功能。2021年3月表示，今年将率先量产全球首款搭载激光雷达的智能汽车。

自研Xmart OS 车载智能系统：G3、P7搭载Xmart OS 2.5.0（2021年1月26日升级），新增车载游戏、全语音车载系统等内容；小鹏P5将搭载Xmart OS 3.0版本

表：小鹏汽车的自动驾驶系统

	XPILOT 2.5	XPILOT 3.0	XPILOT 3.5
实现功能	超级自动泊车辅助系统（多场景、多车位）、全速自适应巡航系统、交通拥堵辅助、智能巡航辅助、自动紧急制动自动变道辅助、自适应弯道巡航、辅助驾驶模拟显示系统、360°全景可视泊车辅助系统等	超级自动泊车辅助系统（多场景、多车位）、辅助驾驶模拟显示系统、全速自适应巡航系统、自动变道辅助、自动紧急制动、自适应弯道巡航、前向车距监测、前向碰撞预警、车道居中辅助、后向碰撞预警、交通标志识别等	停车场记忆泊车、高速自动导航辅助驾驶、城市自动导航辅助驾驶等
自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4	NVIDIA DRIVE Xavier	NVIDIA DRIVE Xavier
芯片算力（TOPS）	2.5	30	预计30
座舱芯片			高通骁龙8155P
传感器			
激光雷达			2
毫米波雷达	3	5	5
超声波传感器	12	12	12
摄像头	5（1个前置单目摄像头，4个环视摄像头）	14（4个环视摄像头，10个高感知摄像头）	13（4个环视摄像头，9个高感知摄像头）
配备情况	智享版、尊享版标配	至尊版、鹏翼版标配	

资料来源：公司官网，渤海证券

2.2 用智能驾驶打造护城河

威马



Living Pilot 3.0智行辅助系统。威马W6搭载的最新Living Pilot 3.0系统最高配置了24个传感器，较上一代Living Pilot系统增加了4个；拥有无人自主学习泊车、无人高精地图泊车、前碰撞预警等21项功能，较上一代系统增加了10项功能，辅助驾驶功能大大提升。W6搭载了车规级7纳米的高通骁龙8155芯片，综合算力是上一代高通820A的3倍。

Living Mate全车交互系统：由Living Engine升级至Living Mate，包含WIMI语音助手、专属人脸识别技术、WE Live车载直播、车家互联、华为智慧生态、全车OTA 车辆系统远程升级等。

表：威马汽车的自动驾驶辅助系统

	Living Pilot	Living Pilot 3.0
实现功能	带停走功能的自适应巡航、高速巡航、车道中央行驶辅助、低速跟车随行辅助、交通信息识别、车道偏离纠正、自动紧急制动、前方碰撞预警、侧方盲区监测、侧后方来车提醒、车道偏离预警、倒车后方穿行预警	无人自主学习泊车、无人高精地图泊车、360全景影像、前碰撞预警、车道偏离预警、交通信息识别、后碰撞预警、自动紧急制动、车道偏离纠正、后部穿行制动、全速域自适应巡航、智能车道跟随辅助、自适应速度限制、自动远近光切换等
合作开发对象	博世	
座舱芯片		高通骁龙8155
座舱芯片算力		85k+ DMIPS，是上一代高通820A的3倍
传感器		
激光雷达		
毫米波雷达	3	5
超声波雷达	12	12
摄像头	5 (1个前置单目高清摄像头、4个全景摄像头)	7 (4个高清环视摄像头、2个高清前视摄像头、1个驾驶行为检测摄像头)
配备情况	EX5-Z探索版/性能版、EX6 Plus标配	W6 ACE极智版/X特别版标配

资料来源：公司官网，搜狐网，渤海证券

图：威马Living Pilot 3.0的功能



资料来源：公司官网，渤海证券

2.2 用智能驾驶打造护城河

OTA持续更新，智能化水平提升。经不完全统计，蔚来、小鹏均已进行了14次OTA升级，理想9次，威马10次，通过OTA完善辅助驾驶功能、修复缺陷、提高车机智能化水平等。相比较而言，蔚来、理想和小鹏的OTA升级内容更丰富和全面，涵盖辅助驾驶系统、语音交互、仪表灯，威马的OTA主要集中于智能交互系统，缺乏对辅助驾驶系统的升级。

表：蔚来汽车的OTA更新

版本	内容
NIO OS 1.0.8	新增FOTA、通过NOMI进行产品问题和反馈功能，优化定速巡航、泊车辅助、钥匙与解锁、空调体验等
NIO OS 1.1.0	新增360° 全息影像、远近光自动控制、全碰撞预警、车道偏离预警、后侧来车预警等功能
NIO OS 1.2.1	新增百度地图，优化NOMI Halo、蓝牙电话、校准长期休眠后电量等
NIO OS 1.3.0	新增前排轻松进出、行车记录仪功能，账户系统、充电逻辑优化等
NIO OS 2.0.0	NIO Pilot主要功能在ES8上释放，全新用户界面等
NIO OS 2.1.0	NIO Pilot主要功能在ES6上释放，ES8：新增全自动泊车系统、ACC/Pilot功能整合能量回收、新增NOMI Pilot提示等
NIO OS 2.3.0	新增动态仪表界面及车道自动模拟、窄路辅助、疲劳驾驶监测、换挡提示音等，驾驶模式更新（节能模式重新设计等）
NIO OS 2.4.0	新增主驾驶座椅记忆、主驾驶轻松进出功能、雪地模式等
NIO OS 2.5.0	新增远程方向盘/座椅加热、电池智能预热、自动紧急制动-带行人及自动车识别、超车辅助等，动态仪表界面、NOMI体验优化等
NIO OS 2.6.1	新增悬架轻松进入、NFC卡片钥匙支持，底盘悬架行驶质感提升等
NIO OS 2.6.5	新增NIO OS浅色模式，泊车影像界面、全自动泊车系统优化，车载QQ音乐支持豪华绿钻会员，地图增加充电桩/换电站详细信息等
NIO OS 2.7.0	新增领航辅助、来车预警-主动制动、基于摄像头的驾驶员疲劳监测、5.1沉浸式环绕声支持，数字座舱界面、系统提示音优化等
NIO OS 2.8.0	新增离车自动上锁、副驾驶座椅记忆和轻松进出，NIO Radio体验优化等
NIO OS 2.9.0	新增视觉融合全自动泊车系统、车辆近距离召唤、中控屏调整副驾驶座椅及语音一键复位等，驾驶模式相关优化等

资料来源：蔚来APP，渤海证券

表：理想汽车的OTA更新

版本	内容
v1.0.4	修复了部分误报警问题，优化了部分报警的显示方式
v1.0.6	新增预约充电功能，音响新增Hi-Fi模式、环绕模式，优化车辆停放过程中电量消耗、部分工况下燃油消耗、自适应巡航和前向碰撞预警的性能
v1.0.7	优化仪表屏中低电量/低油量时剩余续航里程的显示方式、部分报警的提示方式、蓄电池充电策略
v1.1.9	能源模式调整为纯电优先和燃油优先，新增越野脱困模式、微信车载版应用等，360° 环视新增轮毂视角功能，提升手机APP唤醒车辆的速度等
v1.2.5	优化上下电逻辑、驾驶模式、自适应巡航和自动泊车，新增手机蓝牙钥匙可开启/关闭尾门、在线音乐/喜马拉雅/FM上车续播、副驾安全带未系/车门未关副驾屏提示、副驾蓝牙耳机播放等功能
v1.3	开放10款Android手机蓝牙钥匙功能，新增QQ音乐应用、全屏后视应用、后排空调控制面板禁用、座椅迎宾、车辆闭锁成功时鸣笛提示等，优化音效-HiFi模式效果、常温下快充的充电效率、车辆告警逻辑等
v1.4	新增擦车模式、车辆中心辅助驾驶里程统计、蓝牙连接支持iPad设备、空调屏长按快速关闭座椅通风/加热功能等，调整行车记录仪录制策略，优化LKA惩罚机制、LKA状态下脱手报警策略、行车记录仪的拍摄效果等
v2.0	新增前车起步提醒、自适应巡航车速记忆、行车记录仪应用、家人用车、语音收声模式、方向盘自定义键开启轮毂视角功能等，调整驻车状态下关闭外部灯光时会同时关闭日间行车灯等
v2.0.30	新增燃油有限“强保持”、副驾卡拉OK应用、智能跟随、远程360° 拍照

32 资料来源：理想APP，渤海证券

2.2 用智能驾驶打造护城河

表：小鹏汽车的OTA更新

版本	内容
Xmart OS 1.1	新增车辆钥匙召唤，优化XPILOT 2.5、X-Mart OS、电池包性能
Xmart OS 1.2	新增遥控泊车、自适应弯道巡航、智能导航、斜列式车位泊车辅助等，优化超级自动泊车辅助、充电服务等
Xmart OS 1.3	新增行车记录仪、基于人脸识别的ID登录与车辆个性设置，优化“你好，小P”AI智能助手、新手引导
Xmart OS 1.4	开放智能巡航辅助，新增违章查询，优化新手引导、智能导航、泊车开始提示音、“你好，小P”AI智能助手等
Xmart OS 1.5	开放自动变道辅助、透明底盘、驾驶员疲劳预警等，新增前向车距监测、加塞预警，优化XPILOT 2.5多场景全自动泊车、智能导航等
Xmart OS 1.5.1	优化动力系统、智能导航、在线内容服务等
Xmart OS 1.6	优化车道居中辅助系统、自动变道辅助、智能泊车系统、BMS等
Xmart OS 1.6.1	新增车门开启预警、智能除味、国内领先采用手机OTA升级，优化智能导航、AI智能、行车记录仪、电动座椅等
Xmart OS 1.7	优化智能泊车系统、智能驾驶系统、智能导航等
Xmart OS 1.7.1	新增高温抑菌
Xmart OS 1.8	新增大屏支持购买酷狗音乐VIP等，优化狭窄车位自动泊车、导航静音等
Xmart OS 2.0.4	针对小鹏P7：新增X Sound小鹏音效、头枕音响模式调节，优化智能灯语、在线内容服务、小P智能推荐、主驾迎宾模式、车控模块
Xmart OS 2.1.0	针对小鹏P7：智尊版/智享版开放自适应巡航、盲区安全辅助功能，智尊版开放车道居中辅助等。新增全场景语音，优化智能音乐座舱等
Xmart OS 2.5.0	针对小鹏P7：智尊版开放XPILOT 3.0行车功能，智尊版优化/智享版开放XPILOT 2.5，开放多项主动安全辅助功能。优化自动泊车辅助体验等

资料来源：小鹏APP，渤海证券

表：威马汽车的OTA更新

版本	内容
Living Engine 1.1	推出车载社交产品，iWatch远程控车，新增考拉FM等，共覆盖7大控制器的13大功能模块
Living Engine 1.2	免唤醒开启360°环视，充电桩数据接入地图，新增喜马拉雅
Living Engine 1.3.1	新增“威觅”社交应用，小威语音新增5项功能（免唤醒控制行车记录仪拍照、支持语音唤醒环视系统、支持语音搜索并导航到极客行充电桩等），一键速检项目扩充至12项，黑晶面板新增“点击按键音反馈”等
Living Engine 1.4	车家互联功能升级智能导航升级，空调出风交互优化，威觅重启对话，上线仪表主题商店
Living Engine 1.4.2	优化网络稳定性
Living Engine 1.5	优化语音帮助手册使用体验，提升了威觅、地图、音乐、收音机等13个模块功能体验
Living Engine 1.6	提供直观的维修保养提醒，通过车家互联控制格力的IOT设备等
Living Engine 2.1.1	主要升级DBOX（AI视觉感知系统），可提升行车记录仪录影的稳定性、行车记录视频播放的流畅性、前车起步提醒的准确度等
Living Engine 2.2.0	提升行车记录仪的稳定性、人脸识别的准确性
Living Engine 2.2.0	新增视线唤醒、疲劳驾驶提醒，车辆养修、车辆控制、能量管理、车家互联6个应用优化体验

针对EX5系列

针对EX6 Plus

资料来源：威马智行APP，渤海证券

2.3 探索适合的销售和生产模式

生产模式：代工和自建并存。两个模式各具优点，代工模式可以加速量产、减少设备采购，自建模式能更好地把控产品品质。蔚来采用江淮代工方式，小鹏在海马代工后又收购福迪汽车获得生产资质实现自产，理想通过收购力帆汽车获得资质实现自产，威马自建温州工厂并合资投建黄冈工厂。

销售模式：直营是共同点，探索新零售。4家新势力均采用了直营模式，小鹏和威马还采用了授权加盟方式。在新零售方式探索上，4家新势力均采用“线上+线下”的模式，威马汽车还采用了新“4S”（Space、Store、Station、Spot）模式。在渠道建设上，新势力均从一二线城市拓展至三四线，覆盖城市数最高达到120个。新势力还重视用户服务和权益，强调用户社交和沟通。

表：蔚来、理想、小鹏、威马的生产和销售模式对比

	蔚来	理想	小鹏	威马
模式	江淮代工	自建	海马代工+自建	自建+合资
生产基地	合肥	常州	郑州 肇庆 武汉	温州 黄冈
投资额		50亿元	20亿元+ 100亿元（一期40亿元）	一期67亿元 一期101.2亿元
生产模式				
产能	12万辆，计划扩产	10万辆，计划2022年扩至20万辆	一期15万辆	一期10万辆，总规划20万辆；一期15万辆，总规划30万辆
生产车型	ES8、ES6、EC6	理想ONE	G3	P7 EX5、EX6 Plus W6
整车平台	NP1、NP2（开发中）	计划：第二代增程电动X平台、高压纯电Whale平台、高压纯电Shark平台	David、Edward	AJAX平台
销售模式	直营	直营	直营+授权加盟	授权+直营，新“4S”
门店构成（截至2021.02）	23家蔚来中心，201家蔚来空间	95家零售中心和展厅，35家交付中心，62家维修中心，97家授权钣喷中心	159家体验中心，93家服务中心	58家体验馆，157家用户中心，15家服务之家
覆盖城市	107个	92个	70个	120个
其他服务	自建换电站190+、超充站120+，免费换电		超充站670+，终身免费充电	

资料来源：公司官网，网搜，渤海证券

主要内容

大浪淘沙，强者恒强

新势力TOP 4的向上之道

业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近

新势力TOP 4的供应链梳理

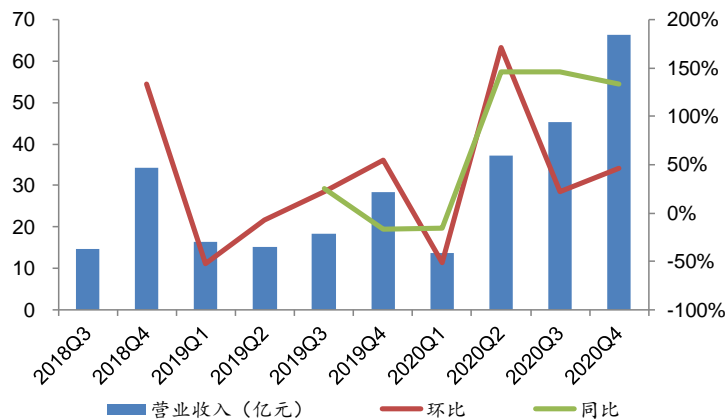
投资建议

3.1 业绩持续向好，成本管控能力增强

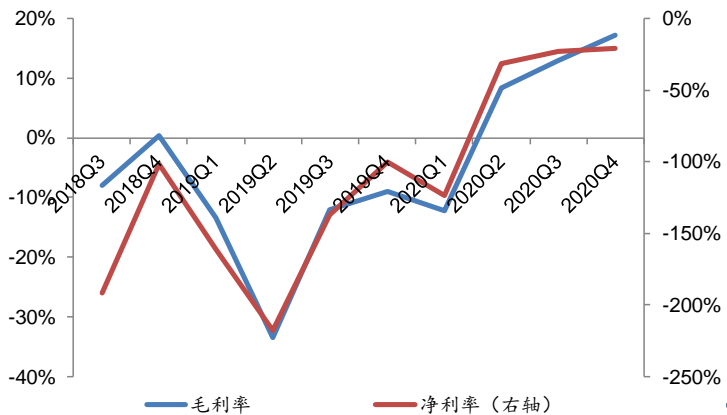
蔚来 Q4盈利能力同环比增强，2020年经营性现金流转正。2020Q4营收66.41亿元，同环比+133.16%/+46.73%；归母净利润-14.92亿元，同环比+48.44%/-25.61%，亏损环比扩大是由于美元现金余额贬值产生了未实现的汇兑损失。Q4毛利率同环比+26.10/+4.25pct，净利率同环比+79.66/+2.22pct。单车销售收入相对稳定，但是单车销售毛利持续提升，Q4单车销售毛利为6.14万元/辆。另外2020年蔚来的经营性现金流转正至19.51亿元。



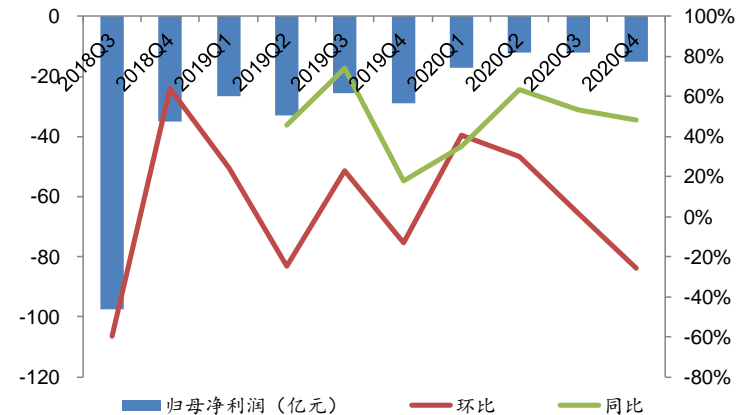
图：蔚来的季度营收情况



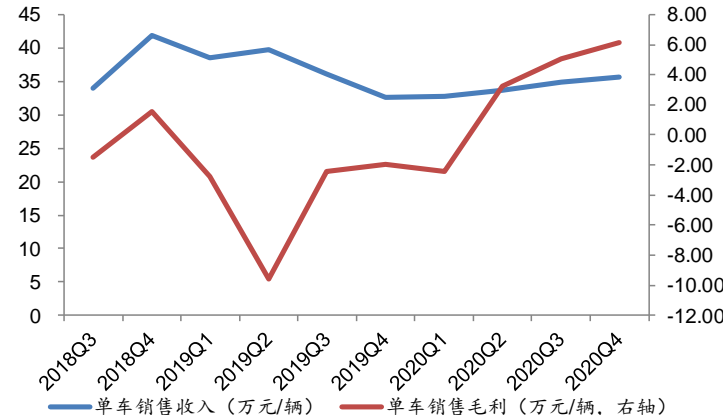
图：蔚来的季度毛利率及净利率情况



图：蔚来的季度归母净利润情况



图：蔚来的季度单车销售收入和单车销售毛利情况



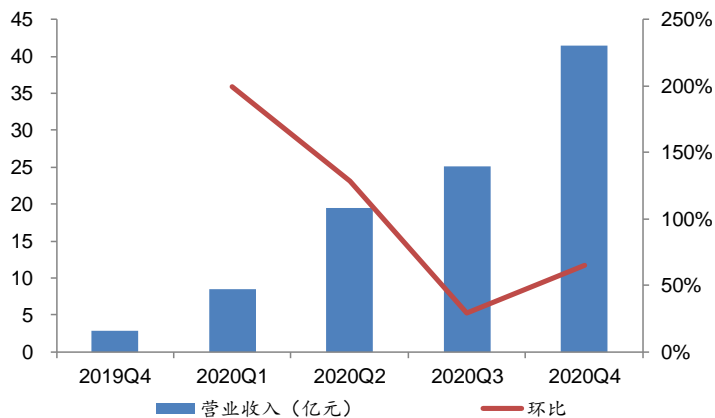
资料来源：公司公告，渤海证券

3.1 业绩持续向好，成本管控能力增强

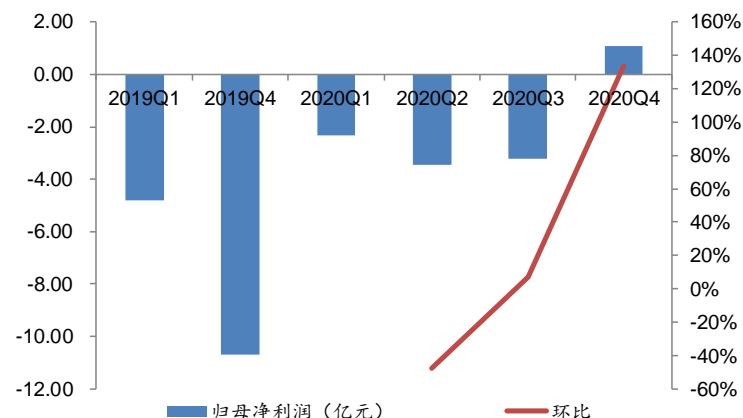


理想 Q4首次盈利，毛利率环比下滑。2020Q4营收41.47亿元，环比+65.16%；归母净利润1.08亿元，同环比+110.03%/+133.54%，实现首次单季盈利，归因于期间费用率下降以及实现了1.69亿元的利息收入。Q4毛利率环比-2.31pct，净利率同环比+6.85pct。单车收入相对稳定，Q4单车毛利有所下滑，下滑至4.81万元/辆。另外2020年理想的经营性现金流转正至31.40亿元。

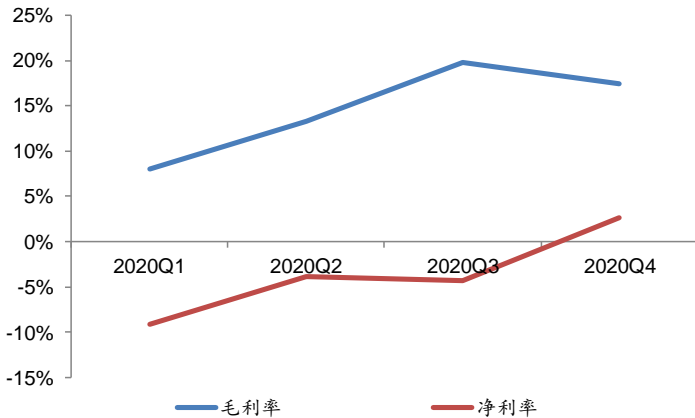
图：理想的季度营收情况



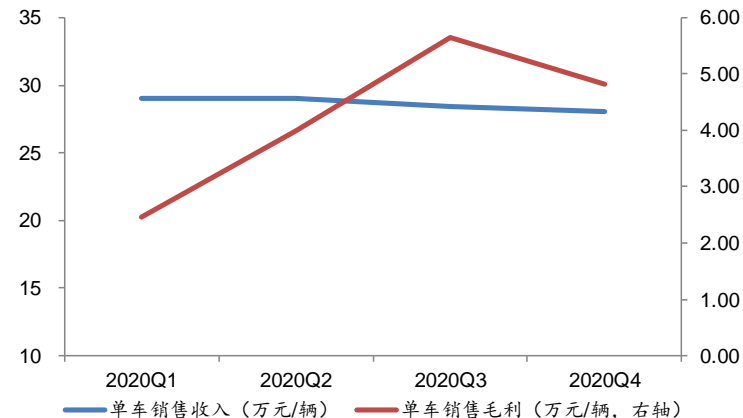
图：理想的季度归母净利润情况



图：理想的季度毛利率及净利率情况



图：理想的季度单车销售收入和单车销售毛利情况

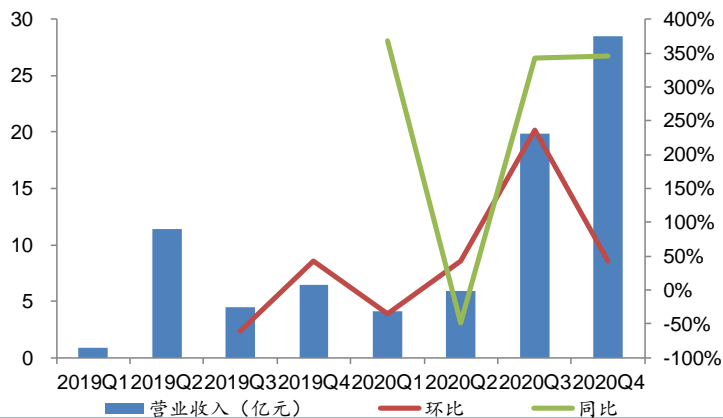


资料来源：公司公告，渤海证券

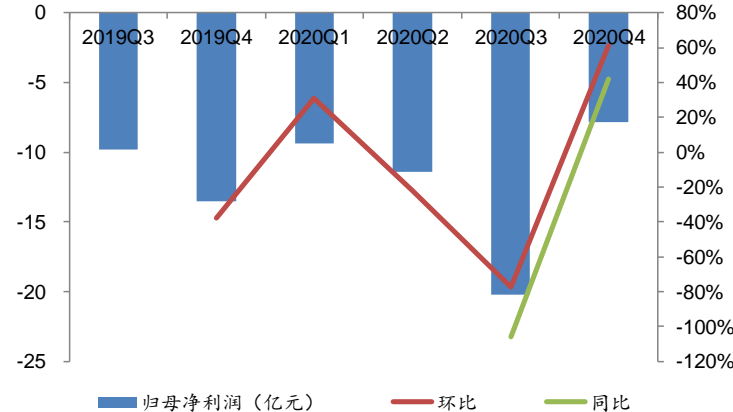
3.1 业绩持续向好，成本管控能力增强

小鹏 Q4亏损同环比收窄，盈利能力增强。2020Q4营收28.51亿元，同环比+345.52%/+43.28%；归母净利润-7.87亿元，同环比+41.87%/+61.13%，亏损同环比均收窄，主要是毛利率提升以及期间费用率下滑，Q4毛利率同环比+13.95/+2.78pct，净利率同环比+128.17/+30.11pct。单车销售收入提升至20万元以上，且单车销售毛利提升，Q4单车销售毛利为1.43万元/辆。

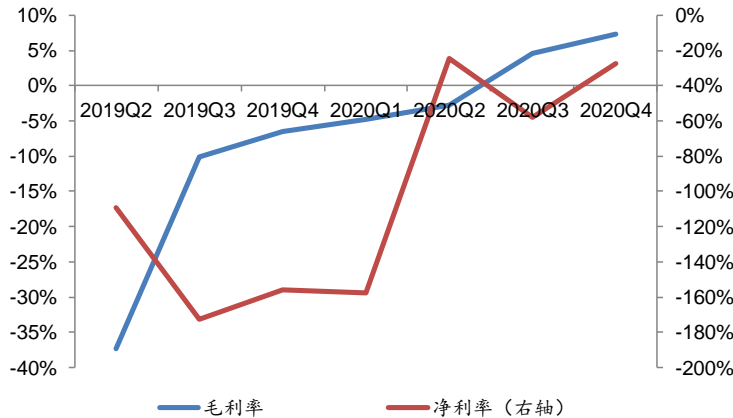
图：小鹏的季度营收情况



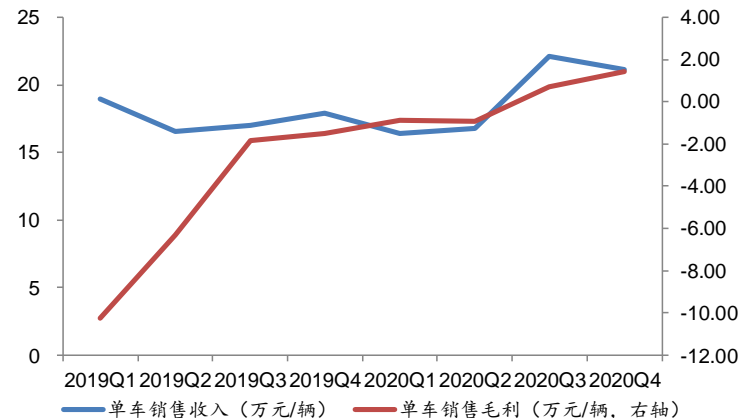
图：小鹏的季度归母净利润情况



图：小鹏的季度毛利率及净利率情况



图：小鹏的季度单车销售收入和单车销售毛利情况

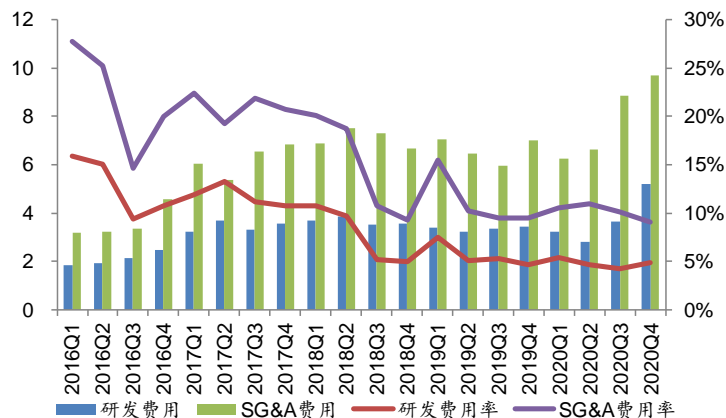


资料来源：公司公告，渤海证券

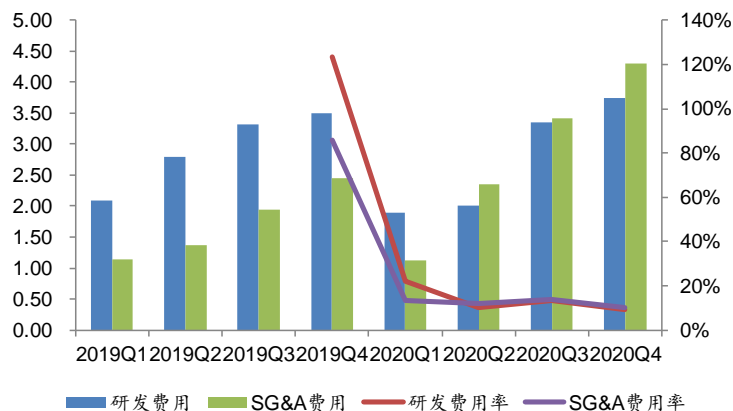
3.1 业绩持续向好，成本管控能力增强

费用管理能力增强。特斯拉具备较强的费用管控能力，研发费用保持相对稳定、SG&A费用有所上涨，但是2020Q4由于销量快速增长带动收入增长，期间费用率下降至历史最低水平13.88%。蔚来、理想、小鹏也在加强费用管控，研发费用率和SG&A费用率下滑，当前他们的研发费用率处于特斯拉2017~2018Q2的水平，SG&A费用率则分别处于特斯拉2017~2018Q2、2019~2020、2016-2017年的水平。

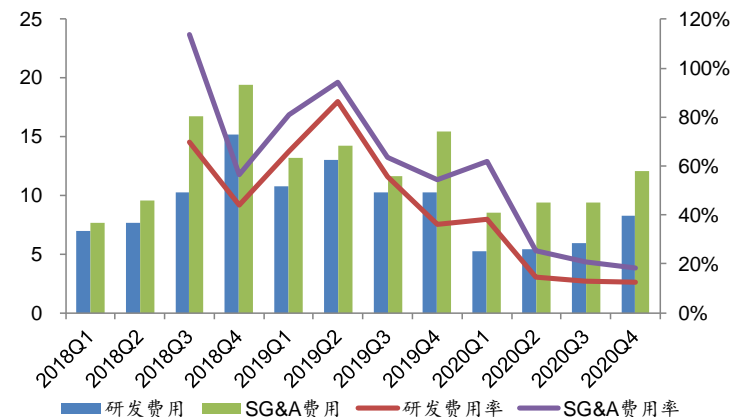
图：特斯拉的期间费用情况（亿美元）



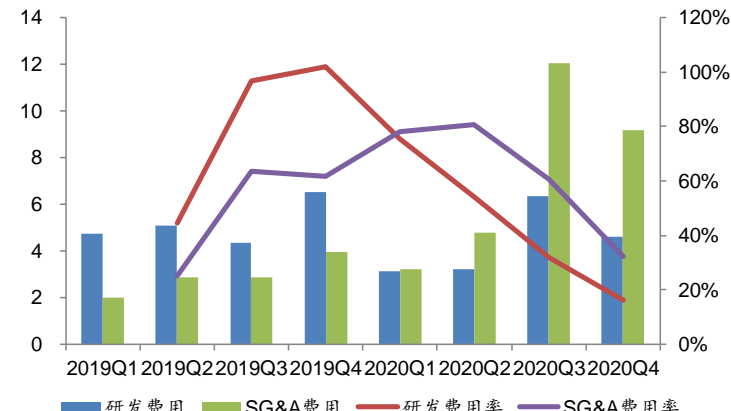
图：理想的期间费用情况（亿元）



图：蔚来的期间费用情况（亿元）



图：小鹏的期间费用情况（亿元）



3.2 盈亏平衡点测算

特斯拉



特斯拉自2019Q3起连续6个季度盈利，单车净利润最高为0.26万美元/辆。随着特斯拉交付量的提升，毛利率基本维持在20%的水平，而单车研发费用和单车SG&A费用则有所下滑，2020Q4为0.29/0.54万美元/辆，毛利已足够覆盖研发费用和SG&A费用。可见，影响盈利的主要是毛利率、研发费用和SG&A费用，特斯拉这三项稳定在20%、3.5亿美元/季、7亿美元/季上下时，可稳定盈利。

表：特斯拉的单车业绩指标（万美元/辆）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
交付量（辆）	63,019	95,356	97,186	112,095	88,496	90,891	139,593	180,667
单车销售收入	5.57	5.42	5.28	5.48	5.53	5.40	5.26	5.00
单车其他收入	1.64	1.24	1.20	1.11	1.23	1.24	1.02	0.95
单车营业收入	7.21	6.66	6.49	6.59	6.76	6.64	6.28	5.95
-单车营业成本	-6.31	-5.69	-5.26	-5.35	-5.37	-5.25	-4.81	-4.80
单车毛利	0.90	0.97	1.23	1.24	1.39	1.39	1.48	1.14
-单车研发费用	-0.54	-0.34	-0.34	-0.31	-0.37	-0.31	-0.26	-0.29
-单车SG&A费用	-1.12	-0.68	-0.61	-0.62	-0.71	-0.73	-0.64	-0.54
单车营业利润	-0.83	-0.18	0.27	0.32	0.32	0.36	0.58	0.32
单车净利润	-1.06	-0.41	0.15	0.12	0.08	0.14	0.26	0.16
毛利率	12.46%	14.50%	18.90%	18.84%	20.62%	20.99%	23.52%	19.23%
研发费用率	7.49%	5.10%	5.30%	4.67%	5.41%	4.62%	4.17%	4.86%
SG&A费用率	15.50%	10.19%	9.46%	9.47%	10.48%	10.95%	10.12%	9.02%

资料来源：公司公告，渤海证券

3.2 盈亏平衡点测算

蔚来：基于假设，蔚来达到单季盈亏平衡点的销量为4.24万辆，则全年销量约为16.96万辆。

理想：基于假设，理想达到单季盈亏平衡点的销量为1.29万辆，则全年销量约为5.16万辆。

小鹏：基于假设，小鹏达到单季盈亏平衡点的销量为2.92万辆，则全年销量约为11.68万辆。

表：蔚来、理想、小鹏达到单季盈亏平衡点时的财务指标假设

	蔚来	理想	小鹏
单车销售收入 (万元)	36.5	28.5	22
单车其他收入 (万元)	2	0.5	0.5
毛利率	15%	17%	10%
研发费用 (亿元)	6	3.5	4.5
SG&A费用 (亿元)	10	3.5	5
单车营业外收支、所得税等其他费用 (万元)	2	-0.5	-1

资料来源：公司公告，渤海证券

表：蔚来、理想、小鹏的单季盈亏平衡点测算

	蔚来		理想		小鹏	
	2020Q4	测算	2020Q4	测算	2020Q4	测算
交付量 (辆)	17,353	42,400	14,464	12,900	12,964	29,200
单车销售收入 (万元)	35.58	36.5	28.05	28.5	21.10	22
单车其他收入 (万元)	2.69	2	0.62	0.5	0.89	0.5
单车营业收入 (万元)	38.27	38.5	28.67	29	21.99	22.5
-单车营业成本 (万元)	-31.69		-23.66		-20.37	
单车毛利 (万元)	6.58	5.78	5.01	4.93	1.62	2.25
-单车研发费用 (万元)	-4.78	-1.42	-2.59	-2.71	-3.55	-1.54
-单车SG&A费用 (万元)	-6.95	-2.36	-2.97	-2.71	-7.08	-1.71
单车营业利润 (万元)	-5.37	2.00	-0.55	-0.50	-9.00	-1.00
单车净利润 (万元)	-8.00	0.00	0.74	0.00	-6.07	0.00
毛利率	17.20%	15%	17.47%	17%	7.38%	10%
研发费用率	12.49%	3.68%	9.02%	9.36%	16.13%	6.85%
SG&A费用率	18.17%	6.13%	10.35%	9.36%	32.19%	7.61%

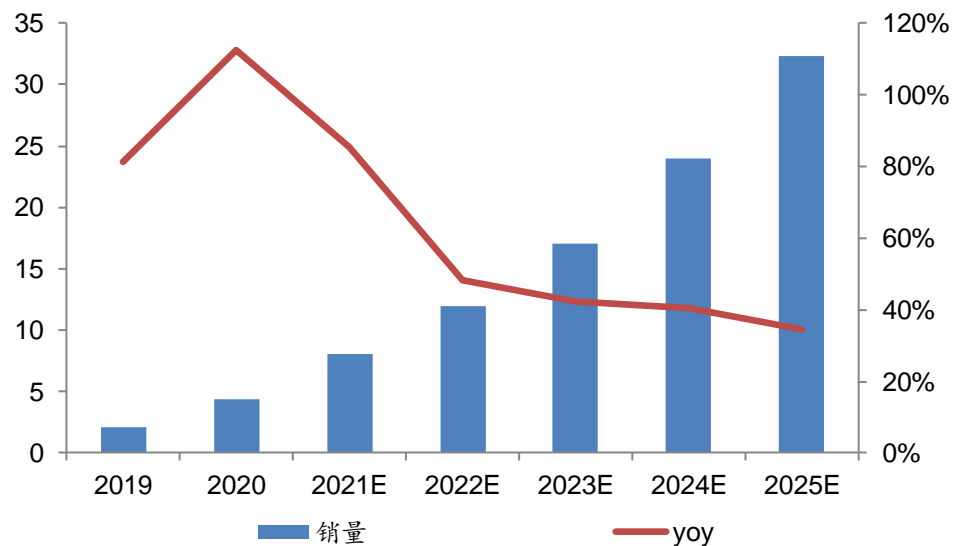
资料来源：公司公告，渤海证券

3.3 销量预测

蔚来：2021年蔚来ET7开启预售并将于2022Q1交付，按照每年上市一款新车型的速度，预计2025年交付量将达32.5万辆，有望于2023年前后实现盈亏平衡。

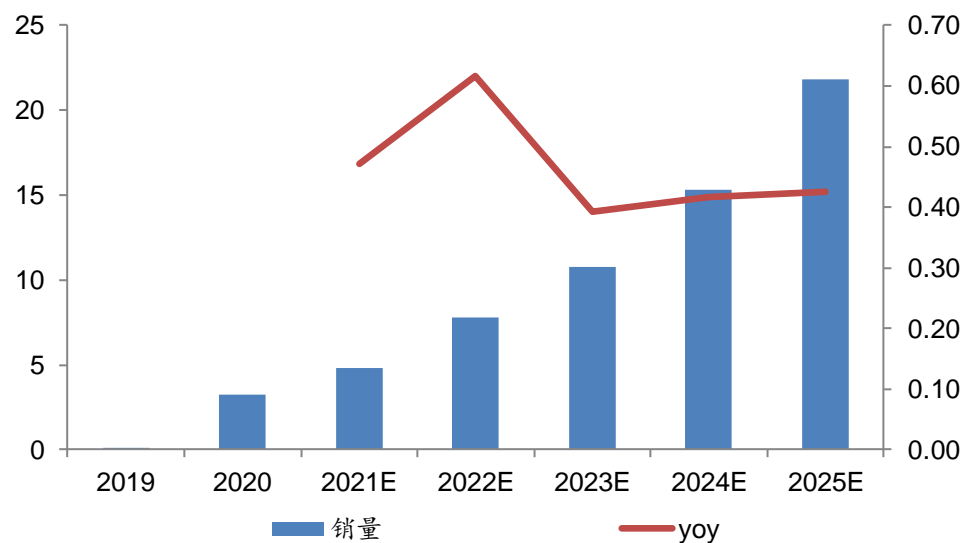
理想：理想的新车推出速度较慢，2022年将推出第二款车型X01（内部代码），此后按照每年上市一款新车型的速度，预计2025年交付量将达22.0万辆，有望于2022年前后实现盈亏平衡。

图：蔚来的交付量预测（万辆）



资料来源：公司公告，渤海证券

图：理想的交付量预测（万辆）



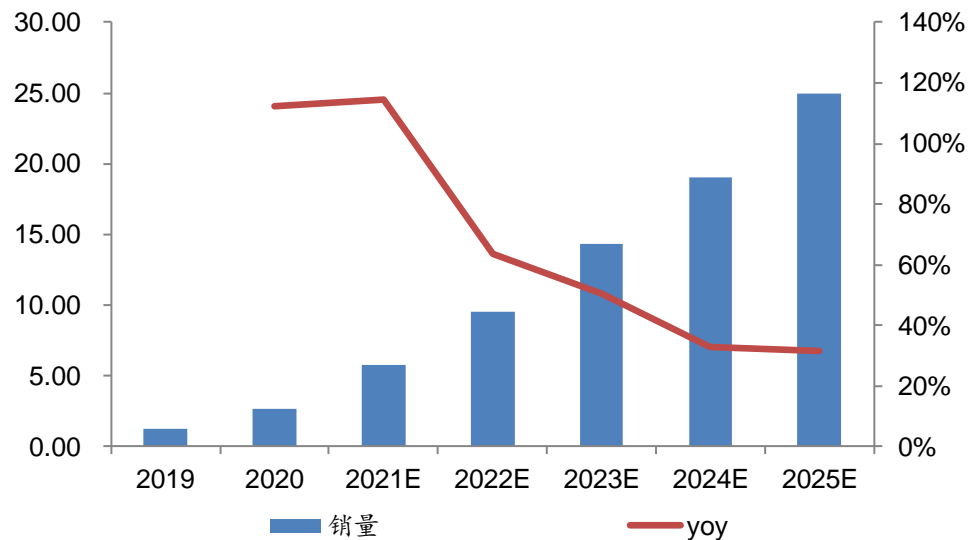
资料来源：公司公告，渤海证券

3.3 销量预测

小鹏：2021年4月14日小鹏P5发布，预计将于2021Q4开始交付，此后按照每年上市一款新车型的速度，预计2025年交付量将达25.0万辆，有望于2023年前后实现盈亏平衡。

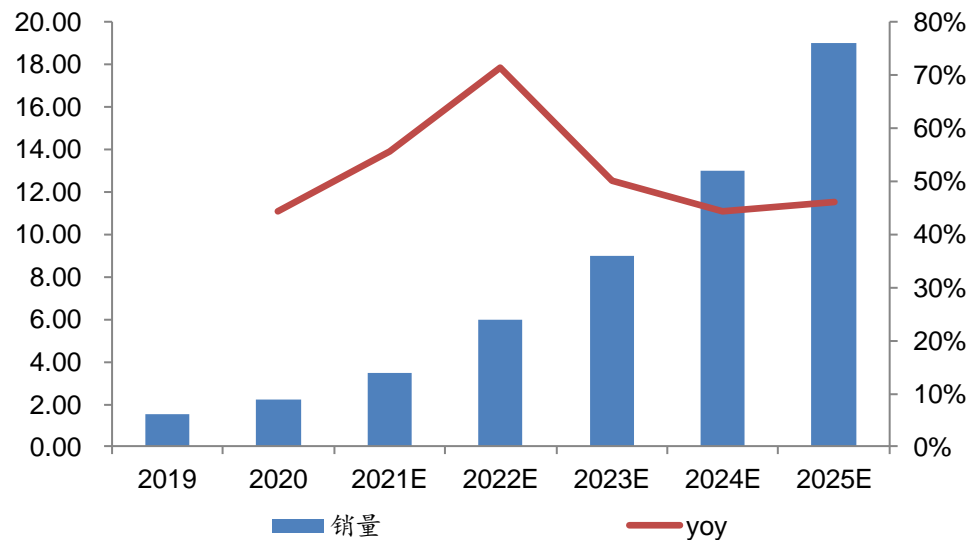
威马：2021年4月16日威马W6上市并交付，此后按照每年上市一款新车型的速度，预计2025年交付量将达19.0万辆。

图：小鹏的交付量预测（万辆）



资料来源：公司公告，渤海证券

图：威马的交付量预测（万辆）



资料来源：乘联会，渤海证券

主要内容

大浪淘沙，强者恒强

新势力TOP 4的向上之道

业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近

新势力TOP 4的供应链梳理

投资建议

4 供应链梳理

表：蔚来汽车供应链相关标的（A股上市公司）

公司	具体产品	公司	具体产品
动力电池系统			
宁德时代	动力电池	方正电机	驱动电机组件
华达科技	电池托盘、电机壳、电机轴等	苏奥传感	高压滤波组件
中鼎股份	新能源车电池模组密封系统和电桥总成等	车身	
热管理系统			
三花智控	新能源汽车空调及热管理系统	旭升股份	精密铝合金汽车零部件
奥特佳	热泵空调系统	豪美新材	汽车轻量化铝型材
川环科技	新能源汽车管路	万丰奥威	大型薄壁镁合金件、仪表盘骨架等
凌云股份	冷却管路	天汽模	汽车车身冲压件、覆盖件模具
腾龙股份		文灿股份	铝合金车身结构件
银轮股份		云海金属	座椅支架类产品
内外饰件			
岱美股份	遮阳板	凯众股份	踏板总成
继峰股份	隐藏式电动出风口	万安科技	铝合金副车架
钧达股份	塑料内外饰件	福耀玻璃	汽车玻璃
华域汽车	内饰、减震器、电动转向机、汽车座椅系统等	拓普集团	轻量化悬架系统等
模塑科技	汽车保险杠等	保隆科技	前空气弹簧减振器总成、后空气弹簧产品、车轮平衡块产品
常熟汽饰	仪表板、立柱	其他	
申达股份	内饰件	科大智能	智能换电站
宁波华翔	内饰件	德联集团	胶类产品
智能网联			
均胜电子	V2X产品	中马传动	新能源汽车齿轮
深天马A	仪表、中控和双屏显示等	祥鑫科技	汽车冲压模具及冲压件
科大讯飞	语音技术和产品	泉峰汽车	
四维图新		瑞鹤模具	
加工设备			
		哈工智能	汽车车身智能化柔性生产线

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台等，渤海证券

表：理想汽车供应链相关标的（A股上市公司）

公司	具体产品	公司	具体产品
动力电池系统			
宁德时代	动力电池	继峰股份	内外饰件
华达科技	电池托盘、电机壳、电机轴等	岱美股份	座椅头枕
热管理系统			
中鼎股份	热管理系统总成及中冷管总成产品	常熟汽饰	遮阳板
奥特佳	新能源汽车空调系统	一汽富维	门板
三花智控		车身	
腾龙股份		旭升股份	精密铝合金汽车零部件
银轮股份		文灿股份	汽车类压铸件
智能网联			
德赛西威	自动驾驶域控制器、多屏智能座舱产品	万安科技	前后副车架等
保隆科技	TPMS	凯众股份	
科博达	底盘控制器等	其他	
科大讯飞	语音技术和产品	东安动力	发动机
京东方	车载四联屏	均胜电子	汽车安全产品
		博俊科技	

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台等，渤海证券

4 供应链梳理

表：小鹏汽车供应链相关标的（A股上市公司）

公司	具体产品	公司	具体产品
动力电池系统			
宁德时代	动力电池	钧达股份	塑料内外饰件
华达科技	电池托盘、电机壳、电机轴等	岱美股份	遮阳板
和胜股份	电池托盘	模塑科技	汽车保险杠等
电机电控系统			
方正电机	主驱电机	常熟汽饰	门板
大洋电机	高效驱动电机	一汽富维	仪表盘/副仪表盘
热管理系统			
中鼎股份	新能源汽车热管理管路系统总成	继峰股份	内饰件
奥特佳	热泵空调系统	车身	
华域汽车	电空调与热管理系统	万丰奥威	大型薄壁镁合金件、仪表盘骨架等
三花智控		豪美新材	汽车轻量化铝型材
腾龙股份		文灿股份	铝合金车体结构件
智能网联			
德赛西威	L3级别自动驾驶域控制器	云海金属	座椅支架类产品
深天马A	仪表、中控和双屏显示等	四通新材	铝合金车轮
盈趣科技	汽车电子产品	万安科技	前后副车架
科博达	底盘控制器产品DCC	派生科技	铝合金压铸业务
华阳集团	汽车电子产品	凯众股份	悬架系统减震元件
科大讯飞	语音技术和产品	福耀玻璃	汽车玻璃
		拓普集团	悬架系统等
其他			
		德联集团	胶类产品
		鹏翎股份	流体管路、密封件
		欣锐科技	车载电源
		天汽模	覆盖件模具
		祥鑫科技	模具和结构件
		保隆科技	
		伯特利	

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台等，渤海证券

表：威马汽车供应链相关标的（A股上市公司）

公司	具体产品	公司	具体产品
动力电池系统			
宁德时代	动力电池	四通新材	铝合金车轮
热管理系统			
川环科技	新能源汽车管路	万安科技	前后副车架等
航天机电	汽车热系统	凯众股份	悬架系统减震元件、轻量化踏板总成
银轮股份	热管理相关产品	福耀玻璃	汽车玻璃
三花智控		其他	
智能网联			
华阳集团	汽车电子产品	德联集团	胶类产品
科大讯飞	语音技术和产品	保隆科技	TPMS
四维图新	车联网	欣锐科技	车载电源
加工设备			
东杰智能	智能涂装生产设备	天汽模	覆盖件模具
三丰智能	总装与焊装自动化	伯特利	EPB电子驻车制动系统
哈工智能	智能化柔性生产线	英搏尔	动力总成产品
内外饰件			
继峰股份	座椅头枕		
钧达股份	塑料内外饰件		
华域汽车	前大灯、座椅总成、仪表盘		

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台等，渤海证券

主要内容

大浪淘沙，强者恒强

新势力TOP 4的向上之道

业绩持续向好，盈亏平衡点渐行渐近

新势力TOP 4的供应链梳理

投资建议

5 投资策略

当前以蔚来、理想、小鹏为代表的造车新势力定位明确、车型规划明晰，蔚来ES6/理想ONE/小鹏P7等车型的推出引发业界关注的同时，销量持续增长，在业绩上表现出盈利能力增强、亏损收窄的趋势，造车新势力还积极发展智能驾驶，不断增强竞争力。2021年随着独资、合资、自主品牌、造车新势力等持续推出新车型，新能源汽车市场的竞争将日趋激烈，销量预计也将继续快速增长，造车新势力的销量预计再创新高，景气度预计将延续。建议关注造车新势力产业链优质标的，如宁德时代（300750）、福耀玻璃（600660）、三花智控（002050）、华域汽车（600741）、科博达（603786）等，以及进入宁德时代供应链的企业，如先导智能（300450）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）。

风险提示：新能源汽车产销量不及预期；造车新势力车型推出或量产不及预期；智能驾驶发展不及预期；芯片短缺超出预期；新能源汽车政策推出不及预期。

谢谢!

联系人及联系方式:

郑连声 022-28451904 zhengls@bhq.com

陈兰芳 022-23839069 chenlf@bhq.com

www.ewww.com.cn

通讯地址

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦A座写字楼

邮政编码：300381

电话：（022）28451888

传真：（022）28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲143号 凯旋大厦 A座2层

邮政编码：100086

电话：（010）68104192

传真：（010）68104192

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn

投资评级说明及免责声明

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来6个月内相对沪深300指数涨幅超过20%
	增持	未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	未来6个月内相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来6个月内相对沪深300指数跌幅超过10%
行业评级标准	看好	未来12个月内相对于沪深300指数涨幅超过10%
	中性	未来12个月内相对于沪深300指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来12个月内相对于沪深300指数跌幅超过10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。