

证券研究报告

2021年08月04日

行业报告 | 行业深度研究

汽车

蔚来汽车：用户体验为本，领跑智能电动

作者：

分析师 于特 SAC执业证书编号：S1110521050003



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

摘要

蔚来汽车是国内造车新势力的领跑者。蔚来汽车成立于2014年，技术创新、设计驱动和服务为先是蔚来汽车的三大特色。产品定位为豪华高端纯电动车，以SUV车型起步，产品线逐步丰富。蔚来目前在售车型3款，为中大型和中型SUV，预售车型1款，为中大型轿车。2020年以来，其在售车型销量稳步爬坡，累计销售超12万辆。服务覆盖全国，面向全球市场，产品已出海登陆挪威。核心团队经验丰富，涉及领域广泛，行业分布均衡。获得地方政府战略注资，未来或选择赴港股二次上市。

蔚来汽车在智能电动技术、生产制造、商业模式等领域有一定领先的优势，未来增长可期。（1）重视自研，持续创新。自研电池PACK和电驱系统核心技术；全栈自研自动驾驶软件，具备量产能力；人工智能交互系统，用户体验领先；全系支持OTA，持续更新迭代软件。（2）有江淮蔚来代工和合肥新桥自建两个工厂，产能储备充裕。（3）在终端零售、补能体系、用户体验、租用服务等各方面进行了多种商业模式的创新，提升用户体验，构建品牌软实力。

蔚来汽车未来市值空间取决于其销量增长及现金流预期。2018年9月，蔚来汽车以NIO的股票代码登陆纽约证券交易所，募资10亿美元。从特斯拉及造车新势力美股表现看，新势力车企股价与其销量增长及现金流状况关联度较大。我们认为，伴随新车型上市、电池和芯片的紧缺状况得到缓解、工厂产能逐步释放以及智能电动技术日益更新迭代，蔚来汽车的销量及现金流有望持续改善，其市值具备较大成长潜力。

风险提示：新车型推出效果不及预期、智能电动汽车渗透率提升不及预期、行业竞争加剧。

1

蔚来汽车：造车新势力的领跑者

1.1 造车新势力三剑客之一，中国优质电动车市场的先驱

- **国内造车新势力三剑客之一。**蔚来汽车是国内知名的造车新势力之一，公司成立于2014年，全球总部位于上海，中国总部位于合肥。其主要业务为设计、制造和销售智能、互联的电动汽车，是中国优质电动车市场的先驱。
- **技术创新、设计驱动和服务为先是蔚来汽车的三大特色。**
 - **技术创新：**认为智能、电动和自动驾驶是汽车的未来，致力于持续创新行业领先的技术，引领变革。
 - **设计驱动：**致力于打造纯粹、易用、有向往感的产品，为用户带来全感官的愉悦体验。
 - **服务为先：**提供超越期待的高品质服务，为用户提供全程愉悦体验，提高用户满意度。

图：蔚来汽车历史沿革

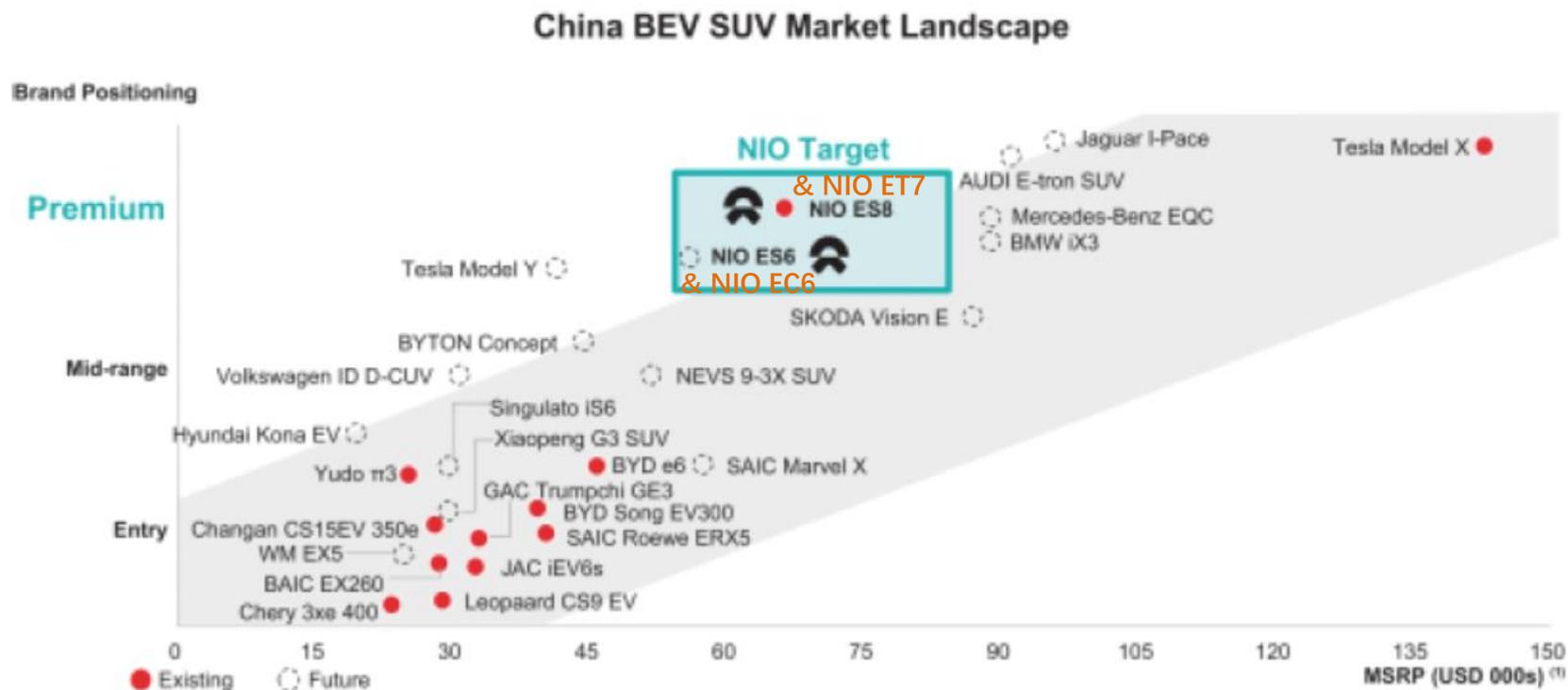


资料来源：公司官网、wind、天眼查、天风证券研究所

1.2 产品定位高端豪华，产品线逐步丰富

- 产品定位为豪华高端纯电动车，以SUV车型起步，产品线逐步丰富。蔚来目前在售车型有3款，预售车型1款，售价区间为35.8万元-62.4万元。其中在售的ES8为中大型SUV，ES6和EC6为中型SUV，预售的ET7为中大型轿车，预计于2022年一季度交付。此外，2022年将推出同样定位高端的新产品Gemini。

图：蔚来汽车车型定位

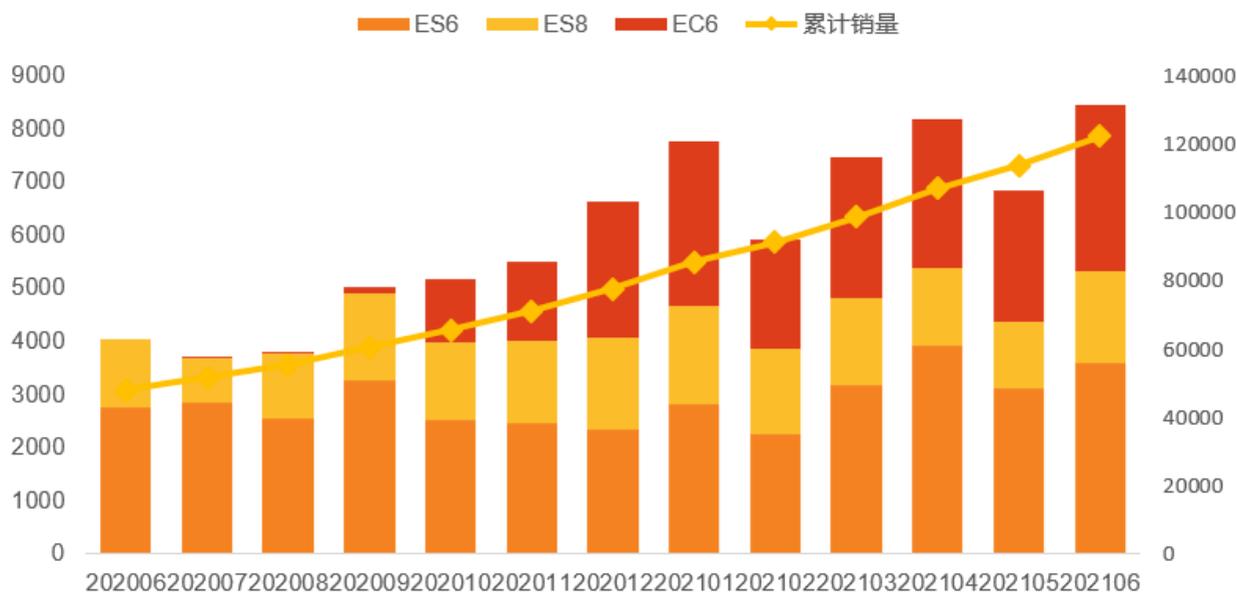


资料来源：蔚来汽车招股书、汽车之家、天风证券研究所

1.3 在售车型三款，销量持续爬坡

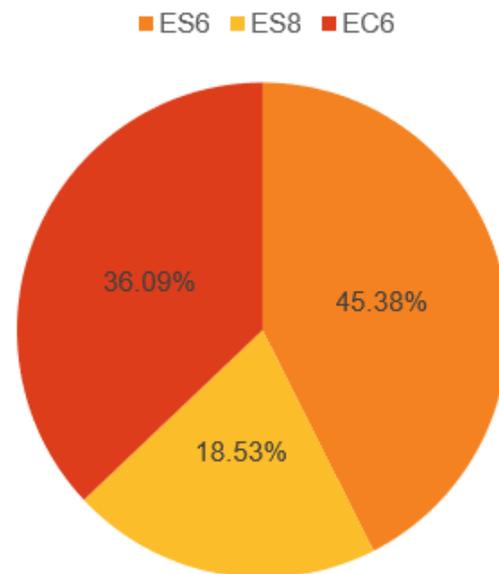
- 在售车型销量稳步爬坡，累计销售超12万辆。蔚来目前在售的ES8车型月销量稳定，ES6和EC6两款车型月销量稳步爬坡。2021年6月，蔚来共交付智能电动汽车8,083台，首超八千台，创历史新高，同比增长116.1%，2021年上半年即达到去年全年交付量的95.9%。蔚来首款中大型轿车ET7已开启预定，预计明年一季度交付。随着蔚来产品线逐渐丰富，整体销量有望进一步提升。

图：蔚来汽车分车型销量及累计销量（单位：辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

图：蔚来汽车2021年6月车型销量占比



资料来源：车主之家、天风证券研究所

1.4 核心团队经验丰富，涉及领域广泛

- 蔚来汽车的核心团队经验丰富，涉及领域广泛，行业分布均衡，对蔚来汽车的发展起到了促进和催化作用。核心管理团队李斌、秦力洪、沈峰和奉玮，分别有易车网、奇瑞销售公司、沃尔沃中国研发公司和中金公司的经历，涉及领域广，在互联网、市场营销、汽车研发和金融等各个领域均有丰富的经验。
- 2020年8月，原自动驾驶公司Momenta的研发总监任少卿加入蔚来，担任助理副总裁，负责自动驾驶的自研，助力蔚来在智能电动技术方面持续创新，领先行业。

图：蔚来汽车核心管理团队

管理团队	背景	职位
李斌	连续创业者、易车网创始人、总裁	创始人&董事长
秦力洪	曾任安徽奇瑞汽车销售有限公司任副总经理、 龙湖地产执行董事	联合创始人
沈峰	曾任福特美国动力总成部门技术专家、经理 并领导并创建了沃尔沃中国研发中心	执行副总裁
奉玮	曾担任中金公司研究部董事总经理、汽车和零 部件行业首席分析师	CFO
任少卿	原Momenta研发总监	助理副总裁

资料来源：天眼查、天风证券研究所

1.5 多方资本入股，地方政府注资

- **多方资本入股，地方政府注资，助力蔚来汽车中长期发展。**成立以来，蔚来汽车获得了京东数科、腾讯投资、百度投资、高瓴资本、红杉中国等等顶级投资者的支持，截至IPO前，累计融资金额超22亿美元。2020年4月，合肥市国资战略投资蔚来汽车70亿元人民币，蔚来中国总部入驻合肥。
- **已于美股上市，或赴港股二次上市。**2018年9月12日，蔚来汽车以NIO的股票代码登陆纽约证券交易所，募资约10亿美元，估值约64亿美元，成为中国电动车赴美上市第一股。2020年9月，蔚来汽车完成定向增发，融资17.3亿美元。小鹏汽车已于2021年7月在港股上市，蔚来汽车或同样选择赴港股二次上市。

图：蔚来汽车主要融资历程

日期	融资轮次	融资金额	投资方
2015年6月	A轮	亿元及以上人民币	京东数科、高瓴资本、腾讯投资、顺为资本等
2015年9月	B轮	5亿美元	愉悦资本、和玉资本、红杉中国
2016年6月	C轮	1亿美元	淡马锡、TPG、厚朴投资、联想创投等
2017年3月	战略融资	6亿美元	腾讯投资、百度资本等
2017年11月	D轮	10亿美元	腾讯投资、Baillie Gifford & Co等
2018年9月	美股IPO	10亿美元	—
2020年9月	定向增发	17.3亿美元	—

资料来源：天眼查、天风证券研究所

1.6 服务覆盖全国，面向全球市场

- **服务覆盖全国，面向全球市场。**蔚来汽车的全球总部位于上海，中国总部位于合肥。此外在圣何塞、牛津、慕尼黑和奥斯陆分别建立了自动驾驶研发中心、前瞻概念研发中心、造型设计中心和挪威分公司。目前蔚来汽车已在中国市场初步建立覆盖全国的用户服务体系，并于2021年5月6日正式宣布登陆挪威，建立直营的销售与服务网络，且将于9月交付首款出海车型ES8。

图：蔚来汽车的全球布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

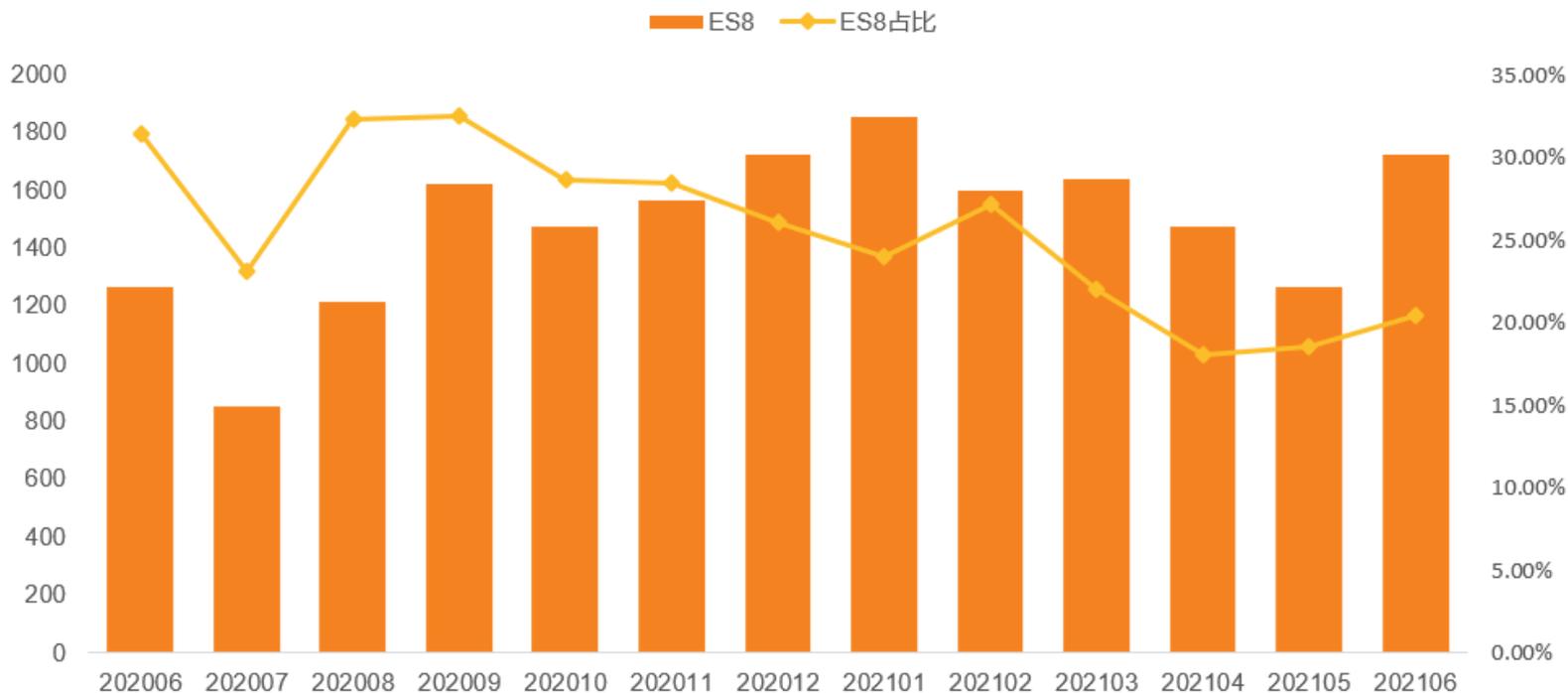
2

主要车型

2.1 ES8：智能电动旗舰SUV，重新定义用户体验

- **发布时间：**2017年12月16日
- **售价区间：**46.8万元-62.4万元
- **车型定位：**中大型SUV，智能电动旗舰
- **销量情况：**截至2021年6月总销量41633辆，近一年月销量基本稳定在1400-1600辆。

图：蔚来ES8近一年的销量和占比情况（单位：辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

2.1 ES8：智能电动旗舰SUV，重新定义用户体验

ES8车型亮点：

- **智能驾驶：** NIO Pilot蔚来自动辅助驾驶系统，全球首装Mobileye EyeQ4自动驾驶芯片
- **智能座舱：** 全球首个车载人工智能系统“NOMI”
- **智能补电：** 全球首创换电服务体系NIO Power
- **电池租用：** 首推BaaS电池租用模式

图：智能电动旗舰SUV——蔚来ES8



智能驾驶：

- 蔚来自主研发
- Mobileye EyeQ4自动驾驶芯片
- 支持FOTA
- 3个目前向摄像头，4个环视摄像头、5个毫米波雷达、12个超声波传感器

智能座舱：

- NOMI人工智能系统
- 首个车内全圆AMOLED屏幕
- 车载计算能力和云计算平台，
- 集成语音交互系统和智能情感引擎
- 1个车内驾驶状态检测摄像头

智能补电：

- 基于移动互联网的加电解决方案
- 拥有广泛布局的充电设施网络
- 依托蔚来云技术，搭建“可充可换可升级”的能源服务体系
- 为车主提供全场景化的加电服务

资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.1 ES8：竞品性能参数对比

表：蔚来ES8与竞品主要性能参数对比

车型	蔚来 ES8	Tesla Model X	奥迪 etron
			
指导价区间 (万元)	46.8-62.4	88.0-99.0	54.68-64.88
外形尺寸 (mm*mm*mm)	5022*1962*1756	5037*2070*1684	4901*1935*1640
轴距 (mm)	3010	2965	2928
动力性能 最大马力(Ps) 最大扭矩(Nm) 零百加速时间(s)	(580KM签名版) 544 725 4.9	(长续航版) 670 — 3.9	(quattro尊享型) 313 540 —
续航性能 电池容量(kWh) 工信部续航(km)	(580KM签名版) 100 580	(长续航版) 100 580	(quattro尊享型) 96.7 465
智能配置	NIO Pilot自动驾驶辅助 NOMI人工智能交互 FOTA远程车辆软件升级	Autopilot自动辅助驾驶 升级后可具备完全自动驾驶能力 OTA空中软件更新	智能互联+虚拟座舱 智能驾驶辅助包 城市驾驶辅助包

资料来源：各公司官网、汽车之家、天风证券研究所

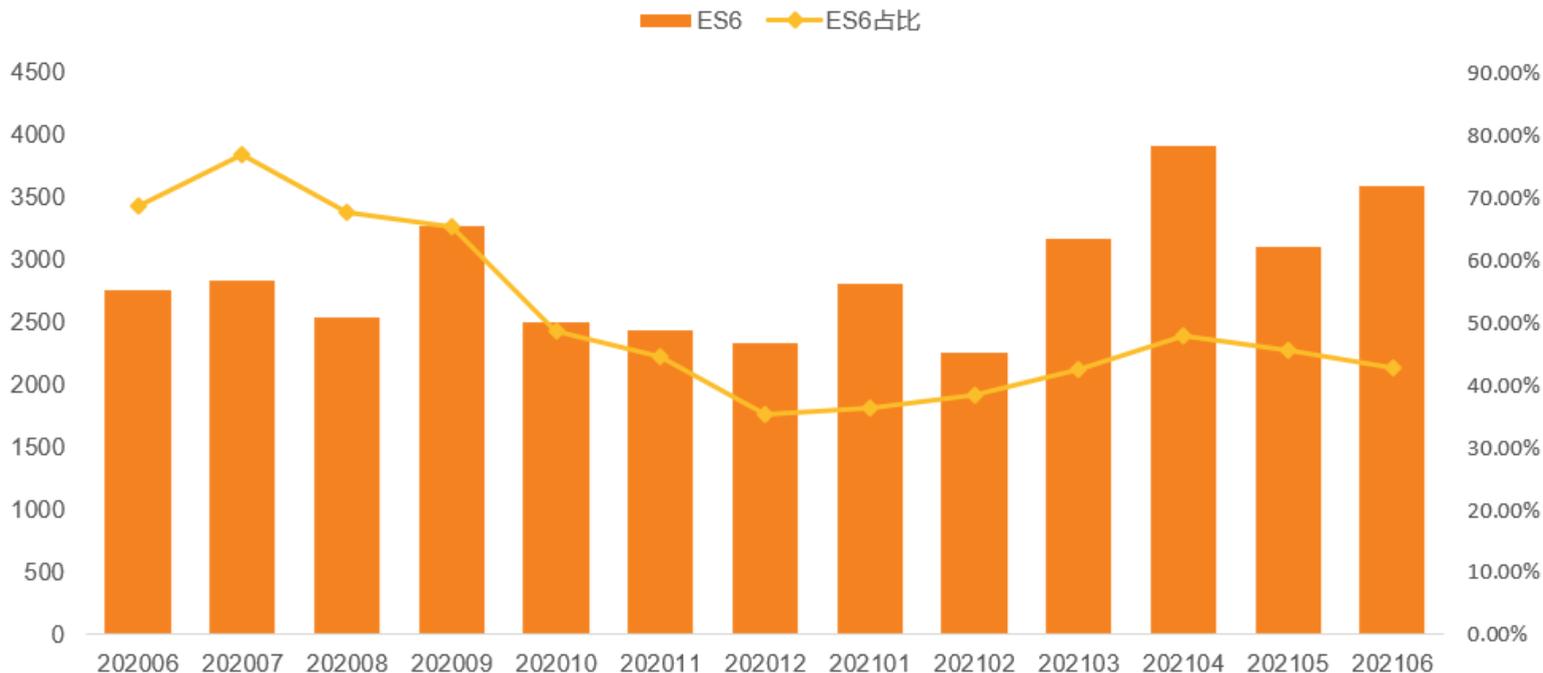
2.2 ES6：智能电动全能SUV，高性能长续航

- **发布时间：**2018年12月15日
- **售价区间：**35.8万元-52.6万元
- **车型定位：**中型SUV，高性能长续航
- **销量情况：**主力车型销量稳定，总销量58794辆（截至2021年6月）

ES6亮点：

- 高强度铝加碳纤维的复合架构
- 4.7秒零到百公里加速性能
- 最高610公里综合工况续航里程
- 支持升级至100千瓦时电池系统
- 个性化定制、按订单生产的模式

图：蔚来ES6近一年的销量和占比情况（单位：辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

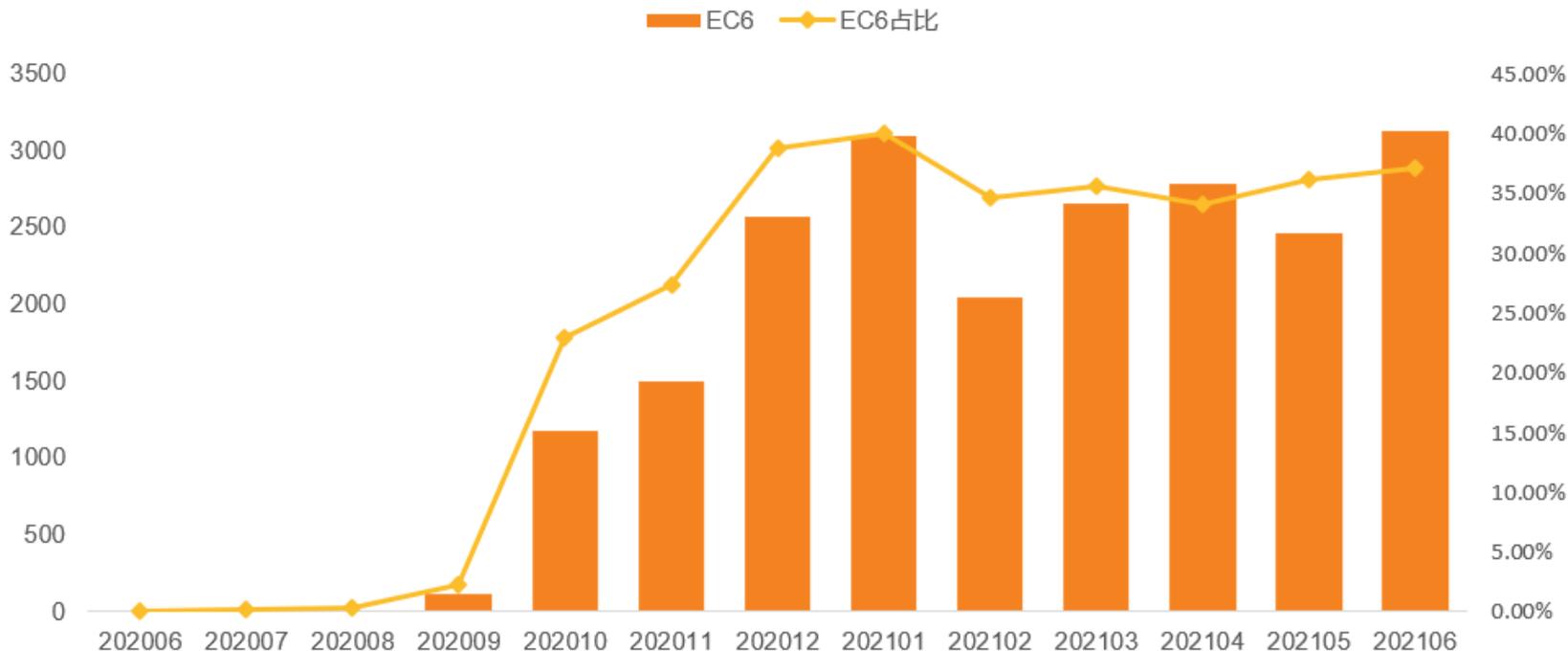
2.3 EC6：智能电动轿跑SUV，流线车身设计

- **发布时间：**2020年7月24日
- **售价区间：**36.8万元-52.6万元
- **车型定位：**中型SUV，动感轿跑设计
- **销量情况：**销量持续爬坡，总销量21514辆（截至2021年6月）

EC6亮点：

- 轿跑式车身，风阻系数低至0.26Cd
- 4.5秒零到百公里加速性能
- 最高615公里综合工况续航里程
- 支持升级至100千瓦时电池系统
- 一体化穹顶式玻璃车顶

图：蔚来EC6近一年的销量和占比情况（单位：辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

2.3 ES6&EC6：竞品性能参数对比

表：蔚来ES6、EC6与竞品主要性能参数对比

车型	蔚来 ES6	蔚来 EC6	Tesla Model Y	比亚迪 唐EV
				
指导价区间 (万元)	35.8-52.6	36.8-52.6	29.18-37.79	18.98-31.48
外形尺寸 (mm*mm*mm)	4850*1965*1731	4850*1965*1714	4750*1921*1624	4870*1950*1725
轴距 (mm)	2900	2900	2890	2820
动力性能	(610KM签名版)	(615KM签名版)	(performance高性能版)	(四驱高性能创世旗舰款)
最大马力(Ps)	544	544	486	517
最大扭矩(Nm)	725	725	659	680
零百加速时间(s)	4.7	4.5	3.7	4.4
续航性能	(610KM签名版)	(615KM签名版)	(performance高性能版)	(四驱高性能创世旗舰款)
电池容量(kWh)	100	100	76.8	86.4
工信部续航(km)	610	615	540	505
智能配置	NIO Pilot自动驾驶辅助 NOMI人工智能交互 FOTA远程车辆软件升级	NIO Pilot自动驾驶辅助 NOMI人工智能交互 FOTA远程车辆软件升级	Autopilot自动辅助驾驶 硬件具备完全自动驾驶能力 OTA空中软件更新	DiPilot智能驾驶辅助系统 DiLink 3.0智能网联系统 整车OTA远程升级

资料来源：各公司官网、汽车之家、天风证券研究所

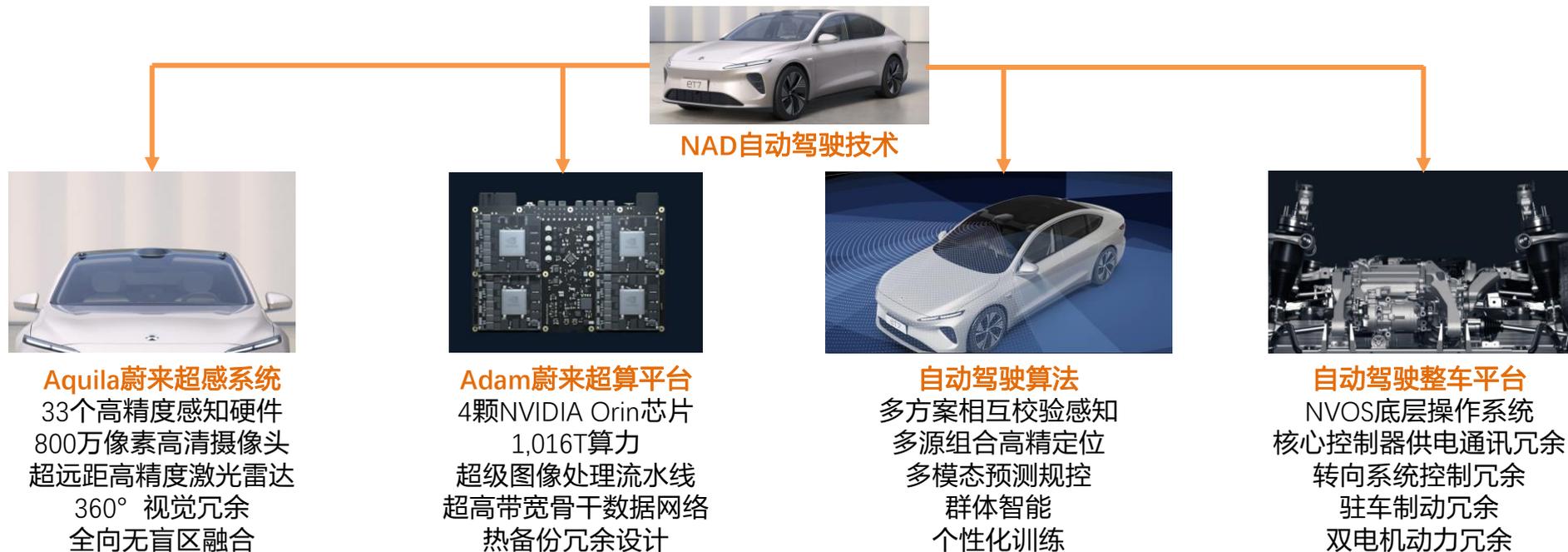
2.4 ET7：智能电动旗舰轿车，首款自动驾驶车型

- **发布时间：**2021年1月9日
- **售价区间：**44.8万元-52.6万元
- **车型亮点：**中大型轿车，首款自动驾驶车型
- **目前销量：**尚未交付，预定表现超预期。

ET7亮点：

- **NAD蔚来自动驾驶技术**
- **NIO Aquila蔚来超感系统**
- **NIO Adam蔚来超算平台**
- **提供ADaaS，NAD的完整功能将采用“按月开通、按月付费”的服务订阅模式**

图：自动驾驶旗舰电动轿车——蔚来ET7



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.4 ET7：竞品性能参数对比

表：蔚来ET7与竞品主要性能参数对比

车型	蔚来 ET7	智己 L7	极氪 001	小鹏 P7	极狐 αS
					
指导价区间 (万元)	44.8-52.6	40.88	28.10-36.00	22.99-40.99	25.19-42.99
外形尺寸 (mm*mm*mm)	5098*1987*1505	5098*1969*—	4970*1999*1548	4880*1896*1450	4980*1960*1599
轴距 (mm)	3060	3100	3005	2998	2915
动力性能 最大马力(Ps) 最大扭矩(Nm) 零百加速时间(s)	(100kWh首发版) 653 850 3.9	(天使轮版) 544 700 3.9	(双电机YOU版) 544 768 3.8	(四驱高性能版) 430 655 4.3	(华为HI版) 643 655 3.5
续航性能 电池容量(kWh) 工信部续航(km)	(100kWh首发版) 100 700	(天使轮版) 93 615	(双电机YOU版) 100 606	(四驱高性能版) 80.9 562	(华为HI版) — —
智能配置	NAD蔚来自动驾驶 NOMI第二数字座舱 试试热备份冗余设计	IM Autonomous Driving 智能驾驶解决方案 IMOS智能操作系统	ZEEKR AD自动驾驶辅助 ZEEKR OS智能座舱 全场景FOTA	Xpilot3.0自动驾驶辅助 XmartOS车载智能系统 整车OTA	华为HI版：5G网联 智能高阶自动驾驶 鸿蒙OS智能互联座舱

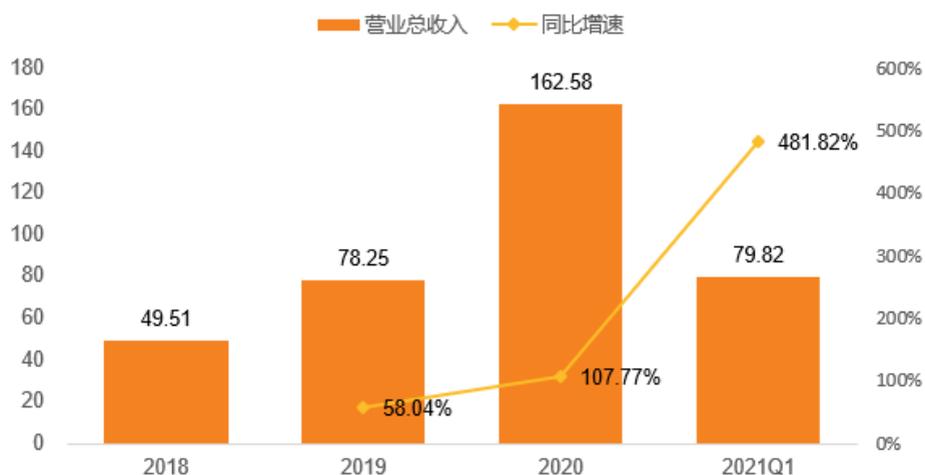
资料来源：各公司官网、汽车之家、天风证券研究所

3 财务分析

3.1 财务基本情况：营收快速增长，亏损收窄趋势明显

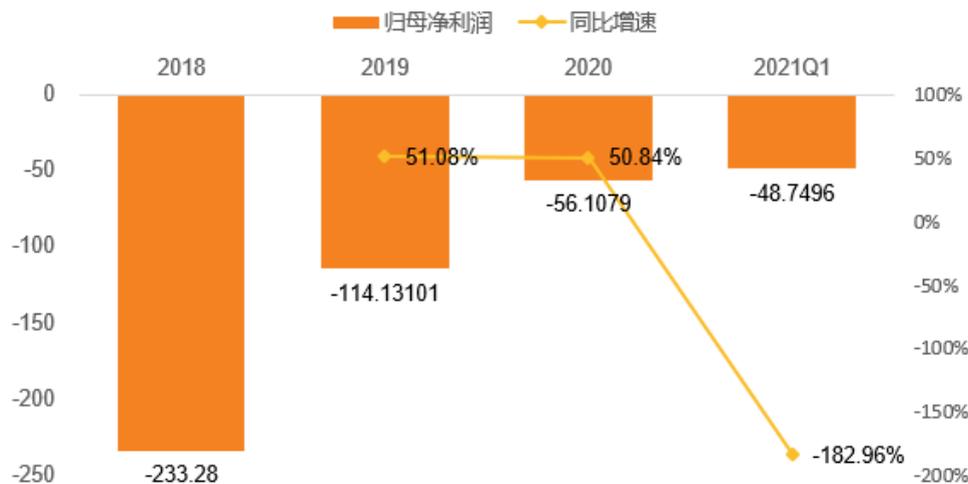
- 上市至今，营收伴随交付量的不断提升快速增长。2020年公司营业收入162.58亿元，同比增长107.77%；21Q1营收79.82元，同比增长481.82%。
- 成立至今，尚未实现盈利，但净亏损幅度收窄趋势明显。2018年亏损233.28亿元，2019年亏损114.13亿元，2020年亏损56.11亿元。

图：蔚来汽车营收及增速（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图：蔚来汽车归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

3.1 财务基本情况：利润率持续改善中

- 毛利率持续改善，已由负转正。得益于产销量增长带来规模效应，以及管控能力加强带来成本降低，18年至21Q1毛利率分别为-5.17%、-15.32%、11.52%和19.48%。
- 研发投入及三费支出较大，净利率为负，但在持续改善中。18年至21Q1净利率分别为-194.68%、-144.36%、-32.62%和-5.65%。

图：蔚来汽车销售毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

图：蔚来汽车销售净利率

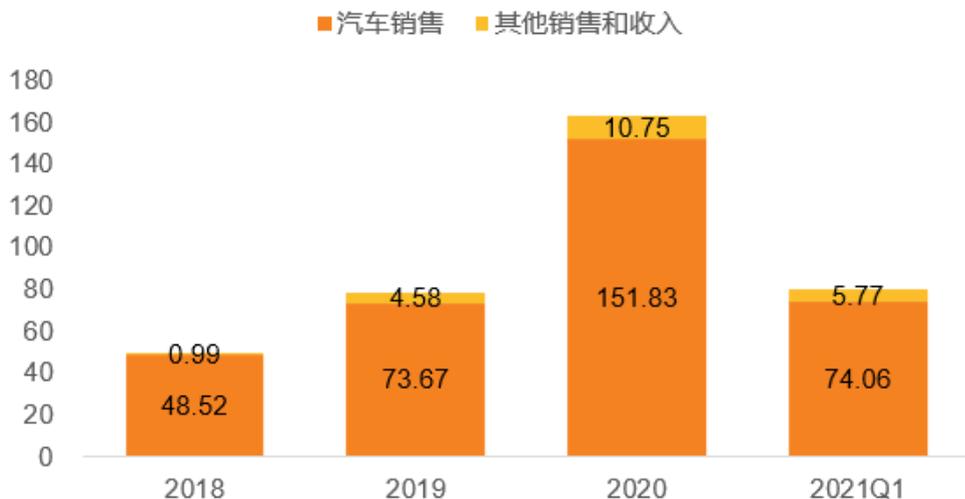


资料来源：wind、天风证券研究所

3.2 收入分析：以汽车销售为主要收入来源

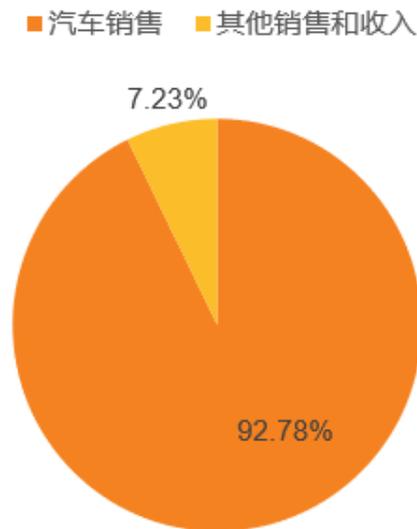
- **汽车销售为主要收入来源，其他销售和收入的占比仍较低。**公司主营业务收入的核心来源为汽车销售，销售产品主要包括ES8、ES6和EC6等产品，2021年Q1主营业务收入占比超过92%。销售软件及内容的服务收入占比小于8%。

图：蔚来汽车分业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图：2021Q1蔚来汽车主营产品结构

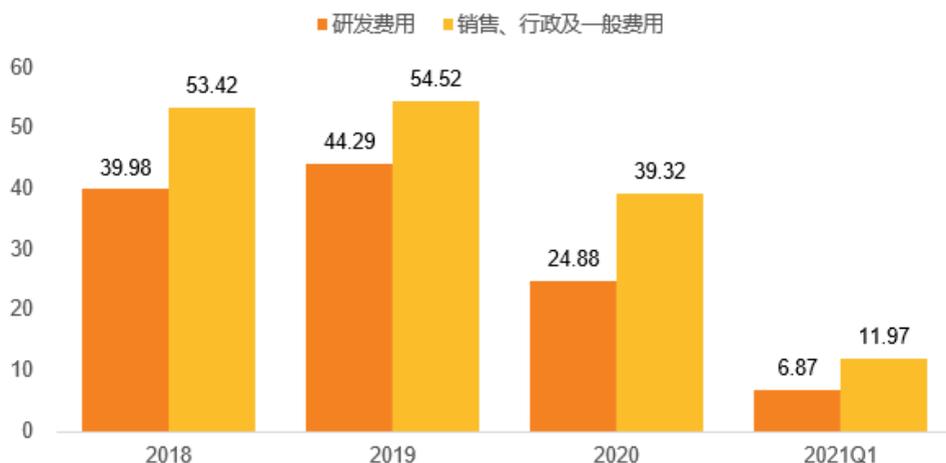


资料来源：wind、天风证券研究所

3.3 费用分析：研发、销售及及管理费用占营收比例逐步降低

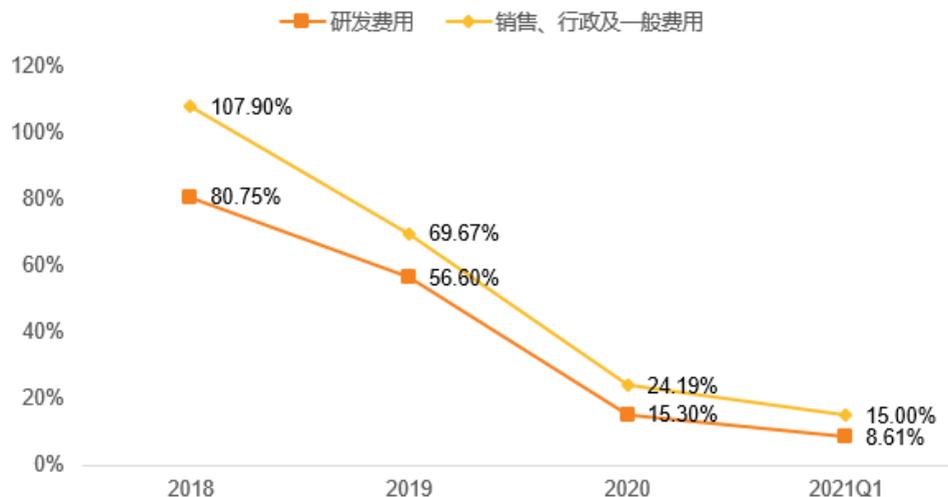
- 研发、销售及及管理费用持续投入，占营收比例持续逐步降低。18年至20年，研发支出分别为39.98亿元、44.29亿元，24.88亿元，研发持续投入，为新车研发及技术创新等提供基础。18年至20年，销售、行政及一般费用分别为53.42亿元、54.52亿元，39.32亿元。公司产品定位豪华高端，强调用户体验，在销售及及管理费用上持续投入。随着营收快速增长，研发、销售及及管理费用占营收比例持续降低。

图：蔚来汽车各项主要费用（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图：蔚来汽车研发费用、销售及行政费用占营收比例

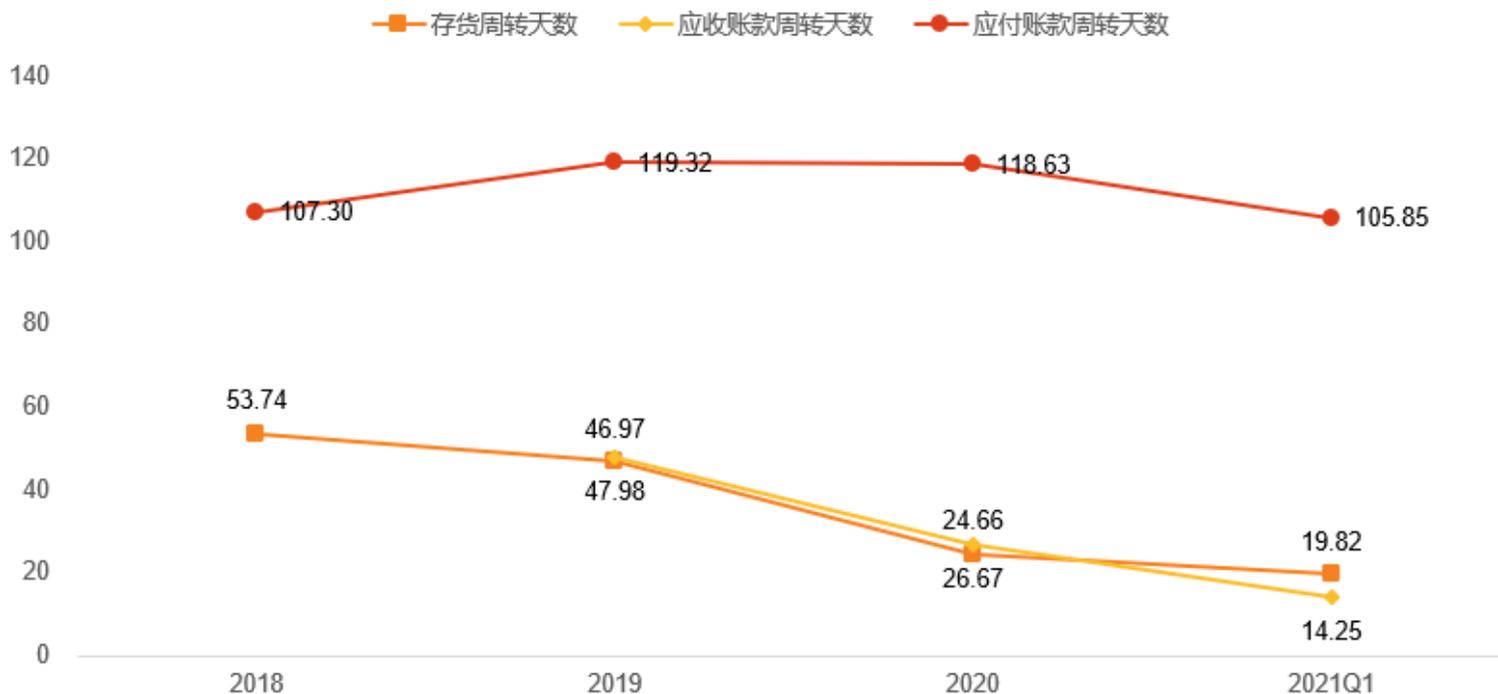


资料来源：wind、天风证券研究所

3.4 营运能力：存货周转天数下降，营运能力向好

- **存货周转天数下降，营运能力向好。**不同于传统车企的4S店销售模式，公司采取了直营模式。得益于销售模式的优势，18年至21年Q1，公司存货周转天数持续下降。19年至21年Q1，公司的应付账款周转天数基本保持稳定，而应收账款周转天数同样保持下降趋势，营运能力持续向好。

图：蔚来汽车存货、应收账款、应付账款周转天数（单位：天）



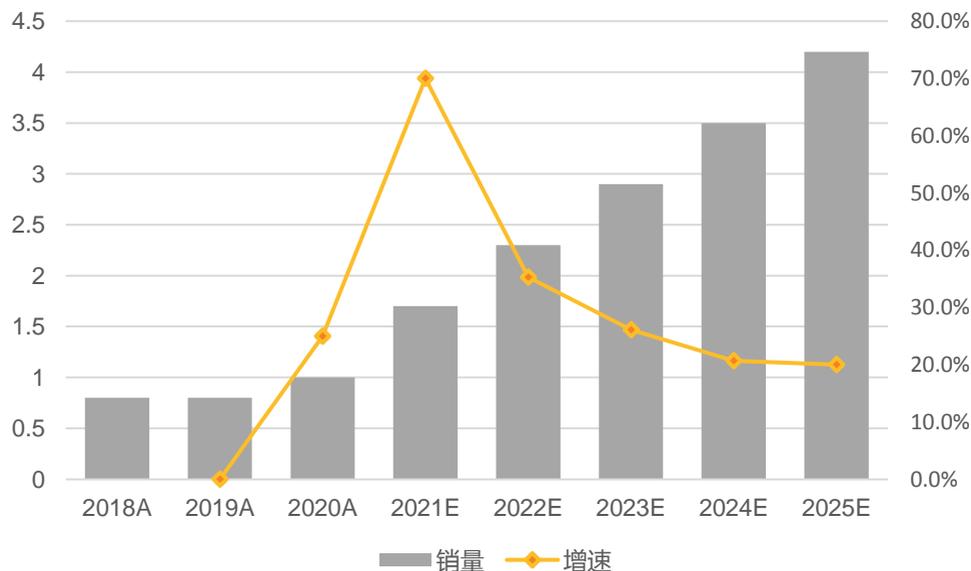
资料来源：wind、天风证券研究所

4 行业分析

4.1 2021年起新能源汽车销量恢复高增长

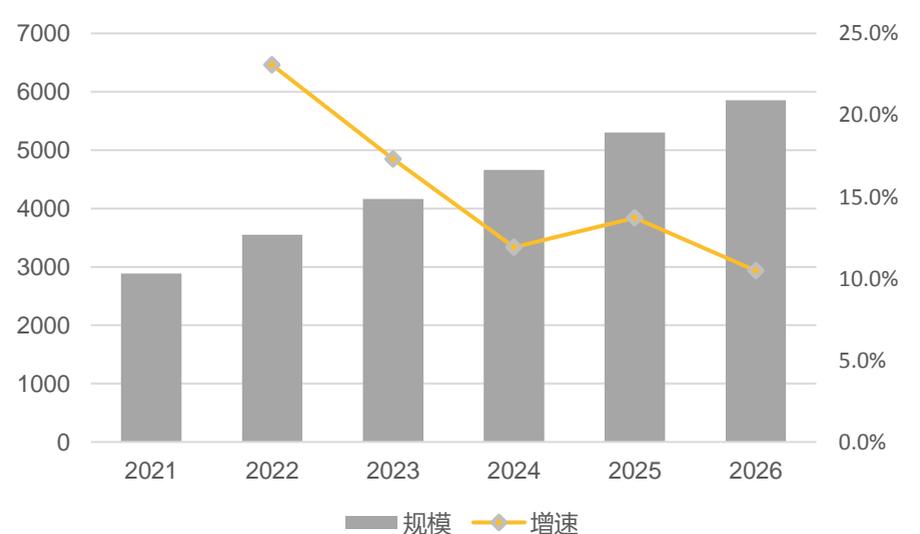
- 国内新能源汽车销量增速稳定，全球份额比重居于高位。根据IHS Markit报告，中国电动汽车销量预期将从2020年的约1.0百万辆增加至2025年的4.2百万辆，将超过美国及欧洲电动汽车销量的总和。
- 多方资本入局，电动智能赛道已成为全球最大创业风口。中国作为全球最大的智能汽车市场之一，正全力迎接智能化转型的趋势，同时已获得国家层面的大力支持。智能汽车产业链自上而下打开，多家整车企业及科技型企业已切入赛道。

图：国内新能源汽车销量（百万辆）及增速



资料来源：小鹏汽车招股说明书、天风证券研究所

图：2021-2026中国智能网联汽车产业规模预测（亿元）

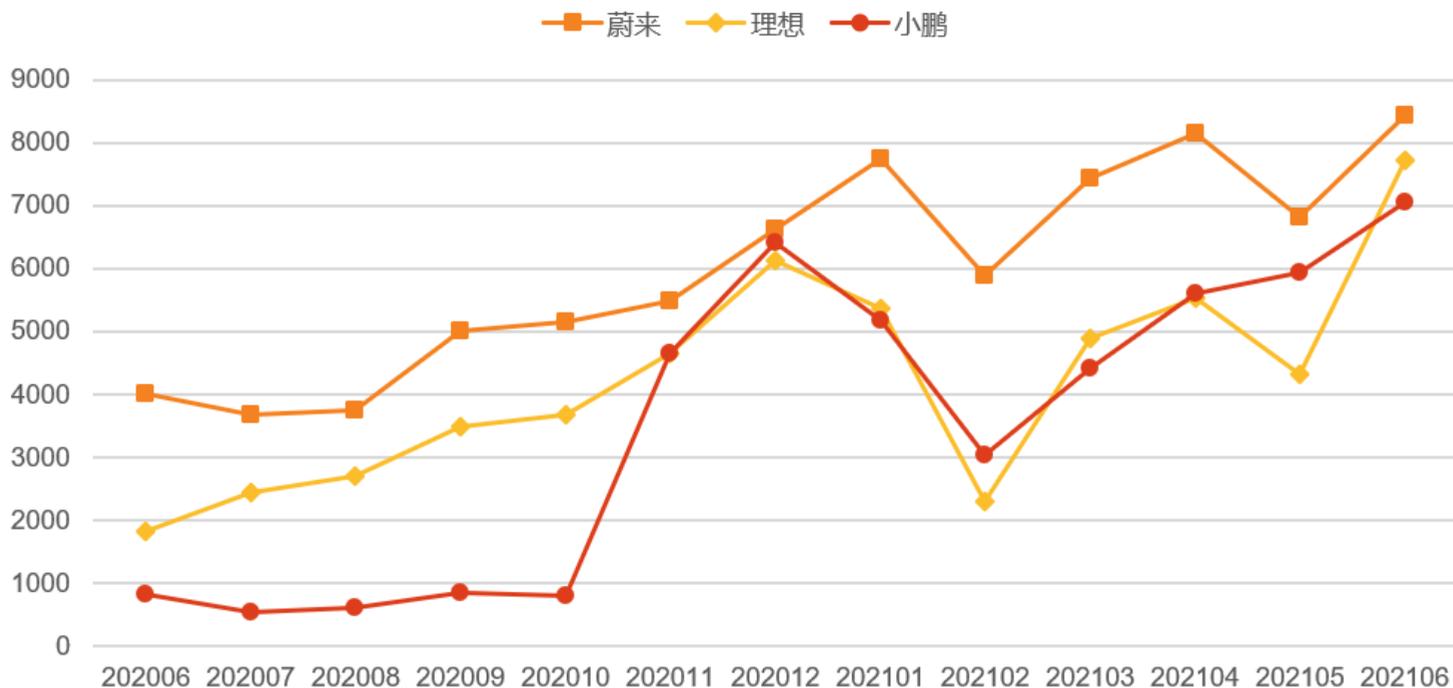


资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

4.2 造车新势力销量持续新高，消费者认同度提升

- 造车新势力销量持续创新高，消费者认同度提升。造车新势力三剑客蔚来、理想、小鹏，凭借差异化的产品力，贴近消费者的服务，独特的造车理念，近年来销量呈现稳步向上突破的态势，不断创出新高。市占率角度，2019年主要上量的造车新势力（蔚来、小鹏、理想、威马、云度）在国内新能源汽车市场合计市占率仅为6.2%，而2020年造车新势力市占率已达11.5%，消费者对造车新势力的接受度正快速提升。

图：国内造车新势力龙头月销量（单位：辆）

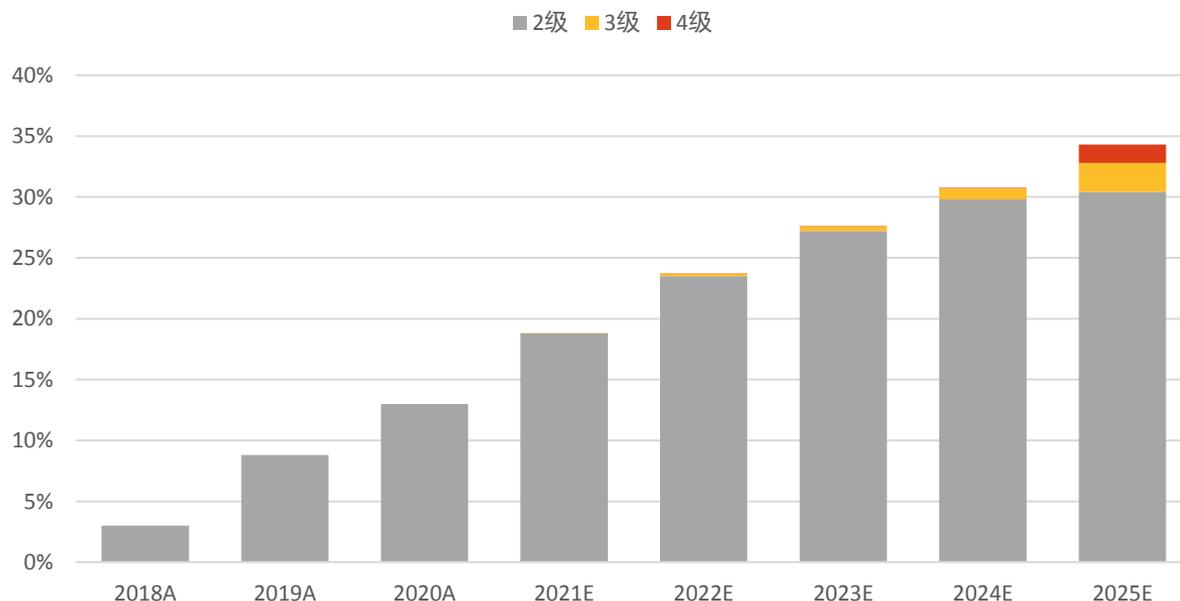


资料来源：车主之家、天风证券研究所

4.3 自动驾驶重新定义驾驶体验

- **自动驾驶重新定义驾驶体验。**自动驾驶已来，目前上市的车型已逐步搭载L2级别的自动驾驶，在辅助驾驶员进行驾驶操作的同时也给驾驶带来了不同的体验。
- **中国消费者容易接受先进的车载科技，互联网及OTA日益普及。**根据IHS Markit调查，中国消费者比全球其他主要地区的消费者更容易接受新的车载科技，如互连、OTA更新及自动驾驶。车载科技功能已成为中国消费者进行购车决策的重要因素之一。

图：国内乘用车自动驾驶（2级-4级）渗透率

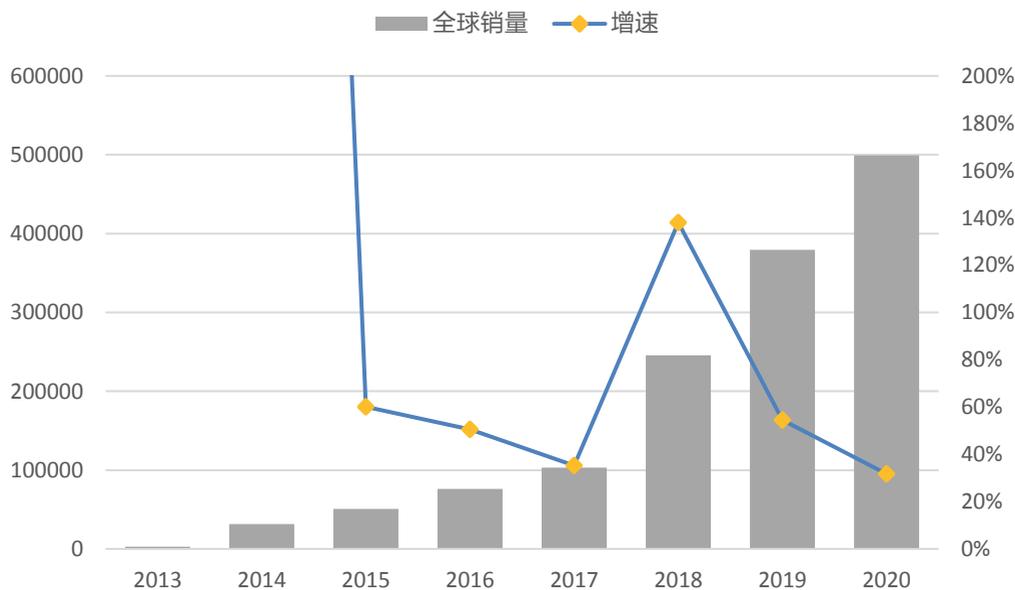


资料来源：小鹏汽车招股说明书、天风证券研究所

4.4 对标特斯拉，造车新势力成长空间广阔

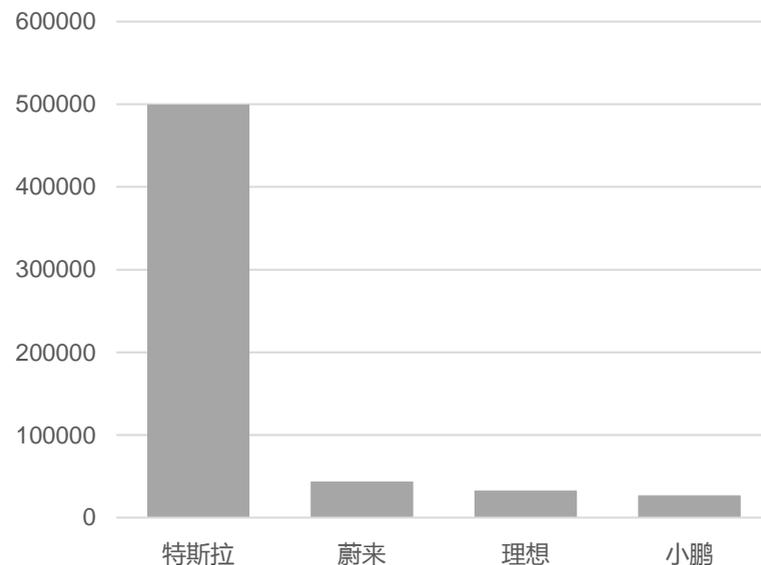
- **特斯拉仍是全球汽车电动化智能化引领者。**特斯拉2020年全球销量50万辆，我们预计2021年特斯拉全球销量有望超80万辆，保持较快增长。
- **以特斯拉为师，国内造车新势力成长空间大。**20年国内各家造车新势力全年销量均未超过5万辆，距离特斯拉50万辆以上的年销量仍有很大提升空间。

图：特斯拉全球销量及增速（单位：辆）



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图：特斯拉VS造车新势力2020年销量（单位：辆）



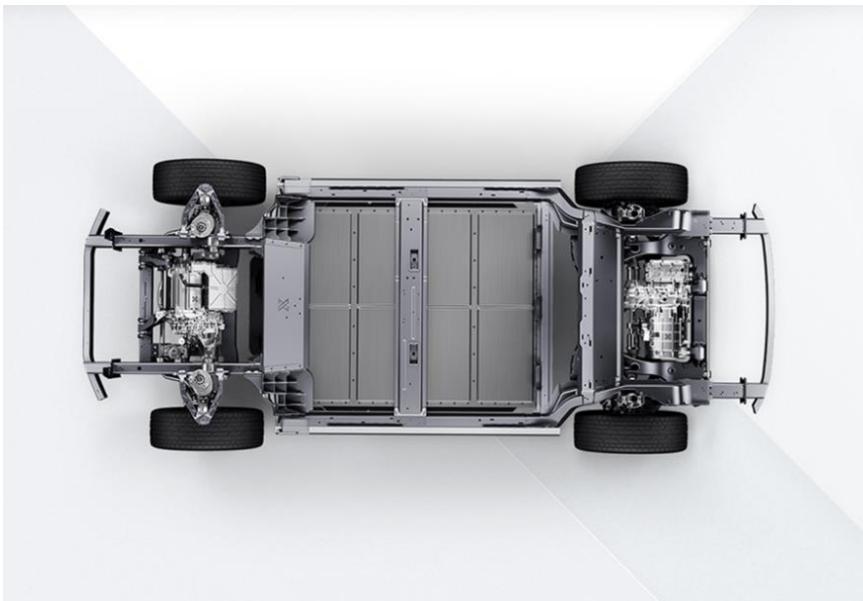
资料来源：第一电动网、天风证券研究所

5 公司优势分析

5.1 技术优势之动力总成：自研电机电控，掌握核心技术

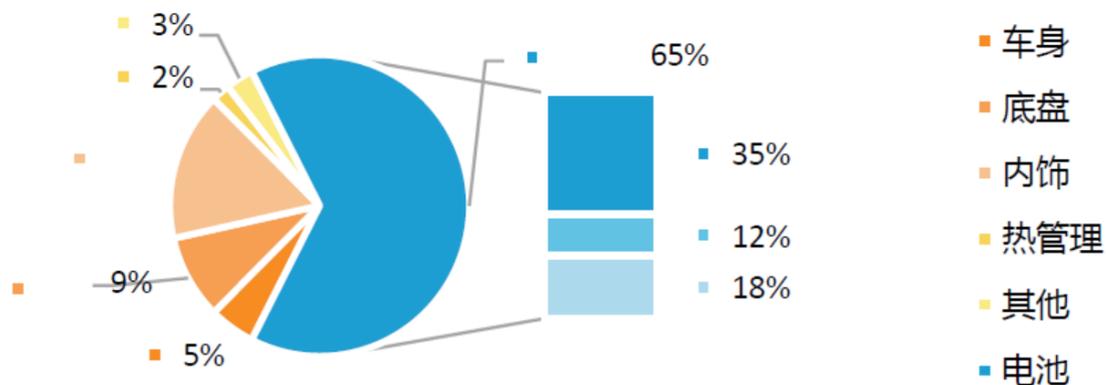
- **电池PACK和电驱系统自研自产，掌握三电核心技术。**电机、电池和电控是新能源汽车的动力总成核心，蔚来位于南京的先进制造技术中心（XPT工厂），为蔚来汽车生产电驱动系统和电池系统。XPT工厂有240kW电驱动系统车间、160kW电驱动系统车间、ESS储能系统车间和整车试制车间，年产可达30万套。
- 根据亿欧智库的数据，电动车的物料成本分布中，电池、电控及汽车电子共占造车物料总成本的约65%，是物料主要花费。**蔚来自研自产电池PACK和电驱系统，有助于其增强对供应链的把控，降低成本，提高利润率。**

图：XPT智能化电动力平台



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图：2020年电动车物料成本分布



资料来源：亿欧智库、天风证券研究所

5.1 技术优势之智能驾驶：平台更新换代，软件全栈自研

- 智驾技术平台升级换代到NT2.0，具备自动驾驶系统量产能力。基于新的平台，蔚来建立了包含感知算法、地图定位、控制策略和底层系统在内的全栈自动驾驶技术能力。2021年1月9日发布的ET7，是蔚来首款具备自动驾驶系统的车型，搭载了基于NT2.0技术平台的产品——NIO Autonomous Driving。我们认为，新的智驾平台具有较大的发展潜力，为蔚来的自动驾驶进阶之路奠定坚实的基础。

图：蔚来汽车两代智驾平台对比

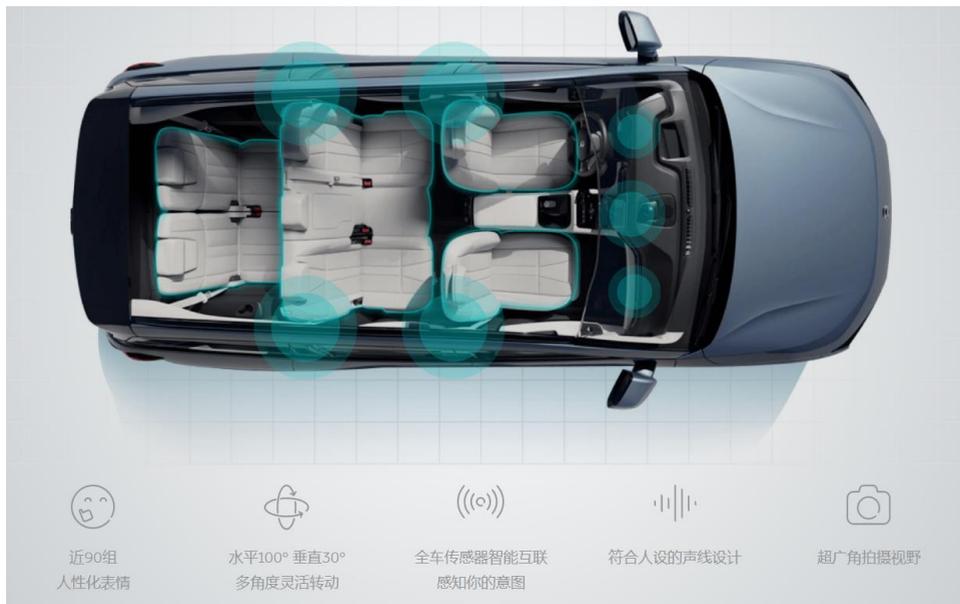
智驾平台	第二代	第一代
产品	NIO Autonomous Driving	NIO Pilot
传感器	11个800万像素高清摄像 1个超远距离高精度激光雷达 5个毫米波雷达 12个超声波雷达 2个高精度定位单元 1个车路协同感知传感器 1个增强主驾感知传感器	3个目前向摄像头 4个环视摄像头 5个毫米波雷达 12个超声波传感器 1个车内驾驶状态检测摄像头
硬件	4颗英伟达NVIDIA Drive Orin芯片	Mobileye EyeQ4自动驾驶芯片
功能	将逐步实现高速、城区、停车、加电等场景下的点到点自动驾驶	自动辅助导航驾驶（NOP）和视觉融合全自动泊车系统（S-APA with Fusion）等超过20项辅助驾驶功能
智能驾驶程度	点到点自动驾驶	自动辅助驾驶

资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.1 技术优势之人机交互：NOMI智能交互，用户体验领先

- **NOMI车载人工智能交互系统，用户体验领先。** NOMI车载人工智能系统，基于强大的车载运算能力和云计算平台，集成了语音交互系统和智能情感引擎，创造出了一种全新的人车交互方式，在进出车辆、驾驶、导航和乘坐时提供辅助，将车从一个机器变成了有生命、有情感的伙伴。

图：蔚来汽车的NOMI车载人工智能系统



资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.1 技术优势之软件升级：全系支持OTA，持续迭代更新

- 通过自研技术的加持，蔚来现在可通过 OTA 实现整车五大功能域、35个ECU的更新。到2020年10月，蔚来的OTA更新两年整，保持每月一次功能升级的节奏，一共向存量用户推送了39个大版本更新包，覆盖4款车型（两代ES8、ES6以及EC6），新增了131项功能，完成了280项功能优化。
- 可以OTA升级是实现汽车智能化的重要工具与基础。OTA技术的能够将全新开发的功能推送给车主，不断优化现有功能并改善潜在问题，让车主享受到智能汽车技术发展的红利。

图：OTA升级概念图



资料来源：车云网、天风证券研究所

图：蔚来可通过 FOTA 实现车身五大功能域的更新



资料来源：机器之心、天风证券研究所

5.2 生产优势之产能充足：江淮汽车代工+新桥自建工厂

- **江淮汽车代工厂扩建，年产能可大幅提升至30万台。**据蔚来董事长李斌透露，2021年1月，江淮的蔚来工厂全线产能已达到7500辆。同时，江淮汽车方面已开始扩建工厂。到今年年底，江淮蔚来工厂将实现单班年产能15万辆，双班年产能30万辆。
- **自建合肥新桥工厂，规划年产能100万台。**2021年4月，位于合肥的蔚来NeoPark新桥智能电动汽车产业园区开工，毗邻合肥新桥机场，占地16950亩，包括三个区域——智能制造区、研发生活社区及生态文化区。园区初期投入500亿元，建成后年产值超5千亿元，整车产能达100万辆/年，电池产能达100GWh/年。

图：蔚来汽车的江淮代工厂



资料来源：新华网、天风证券研究所

图：蔚来汽车规划的新桥产业园区



资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.3 商业模式优势之终端零售：NIO House + NIO Space

- **NIO House**定位高端，**NIO Space**发力销售。蔚来汽车的**NIO House**通常开在一线城市商圈中心，设有车型展示区、演讲区、图书馆、联合办公、亲子区等职能区域，为用户圈层提供价值，提升品牌高度。而**NIO Space**则聚焦于试乘试驾和销售，在建设、租金以及营销费用相对于**NIO House**都会大幅降低，具有更高的成本效益。**NIO House+NIO Space**构成了蔚来汽车定位清晰、层次分明的立体化的终端营销、体验和销售网络。

图：首家NIO House位于长安街旁



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图：蔚来汽车的终端销售网点分布



资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.3 商业模式优势之补能体系：NIO Power

- **NIO Power**是全球首创的智能能源服务体系，有效提升了用户的补能体验。蔚来汽车的NIO Power是基于移动互联网的加电解决方案，拥有广泛布局的充电设施网络，依托蔚来云技术，搭建了“可充可换可升级”的能源服务体系，为车主提供全场景化的加电服务。在家可安装家充桩或家用快充桩，在外可使用超充桩、换电站和充电车服务，**补能体系实现全场景覆盖，有效地缓解了纯电动车主的补能焦虑。**

图：蔚来汽车的NIO Power能源服务体系



资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.3 商业模式优势之用户体验：NIO Service + NIO Life

- **NIO Service**主要针对用户使用蔚来汽车的各种场景提升用户体验。**NIO Service**为首任车主提供终身免费质保、终身免费道路救援和终身免费车联网服务这三项终身免费权益，免除用户用车的后顾之忧。
- **NIO Life**主要着眼于用户车以外的生活方式，增强用户粘性，构建品牌文化。**NIO Life**通过超过500位全球设计师，将好的设计和产品带进每个人的日常生活。其产品覆盖衣服、食品、日常用品等。通过车、服务、数字触点和车以外的生活方式四大理念，提升用户体验，形成用户社区，构建品牌软实力。

图：NIO Service提供的车主权益



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图：NIO Life通过生活方式提升用户体验

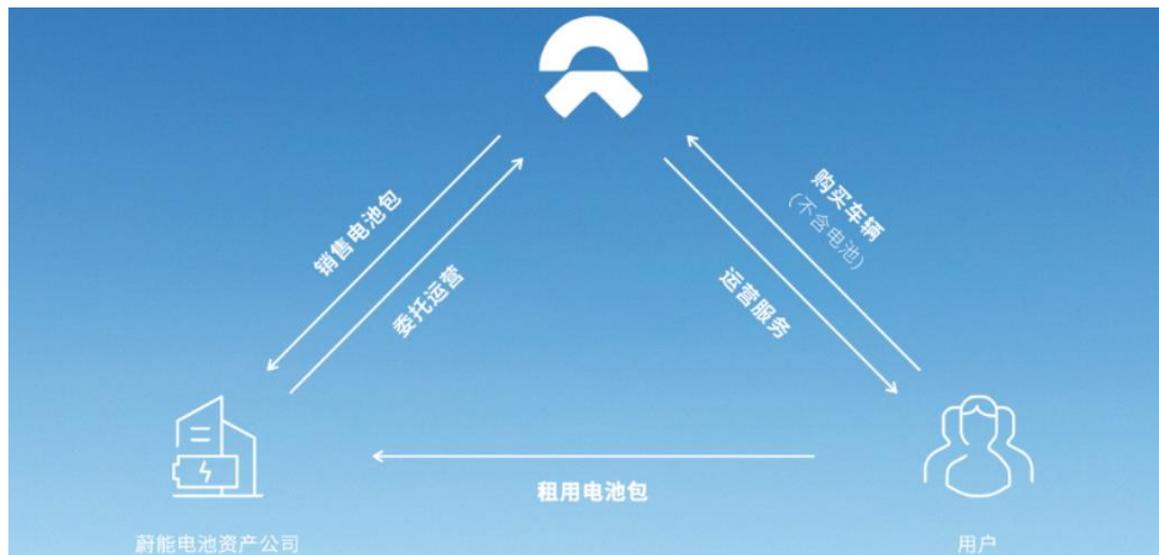


资料来源：汽车之家、天风证券研究所

5.3 商业模式优势之租用服务：BaaS + ADaaS

- 车电分离、电池租用、可充可换可升级，蔚来电池租用服务 BaaS 是技术与商业模式的突破式创新。2020 年 8 月，蔚来正式发布电池租用服务 BaaS (Battery as a Service)。选择 BaaS 模式购买蔚来汽车的用户，在购车时不需购买电池包，可根据实际使用需求，选择租用不同容量的电池包，按月支付服务费。BaaS 的推广降低了购车门槛，更好地平衡了购车成本与用车成本。同时，也为体系性地解决电池衰减、电池无法升级、车辆保值率变动大等一直影响电动汽车普及的难题，提供了一种可能的方案。
- 2021年1月，同ET7及蔚来NAD自动驾驶系统一同发布的，还有针对NAD的ADaaS (AD as a Service) 模式，即NAD的完整功能将采用“按月开通、按月付费”的服务订阅模式。ADaaS为在当前阶段推广和普及自动驾驶技术提供了一个商业模式上的创新方案，也为蔚来汽车从车辆制造商向服务提供商的转变奠定了基础。

图：蔚来汽车的BaaS运营模式



资料来源：公司官网、天风证券研究所

6

估值及投资机会

6.1 供应链梳理

- 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。

图：蔚来汽车的部分核心供应商梳理

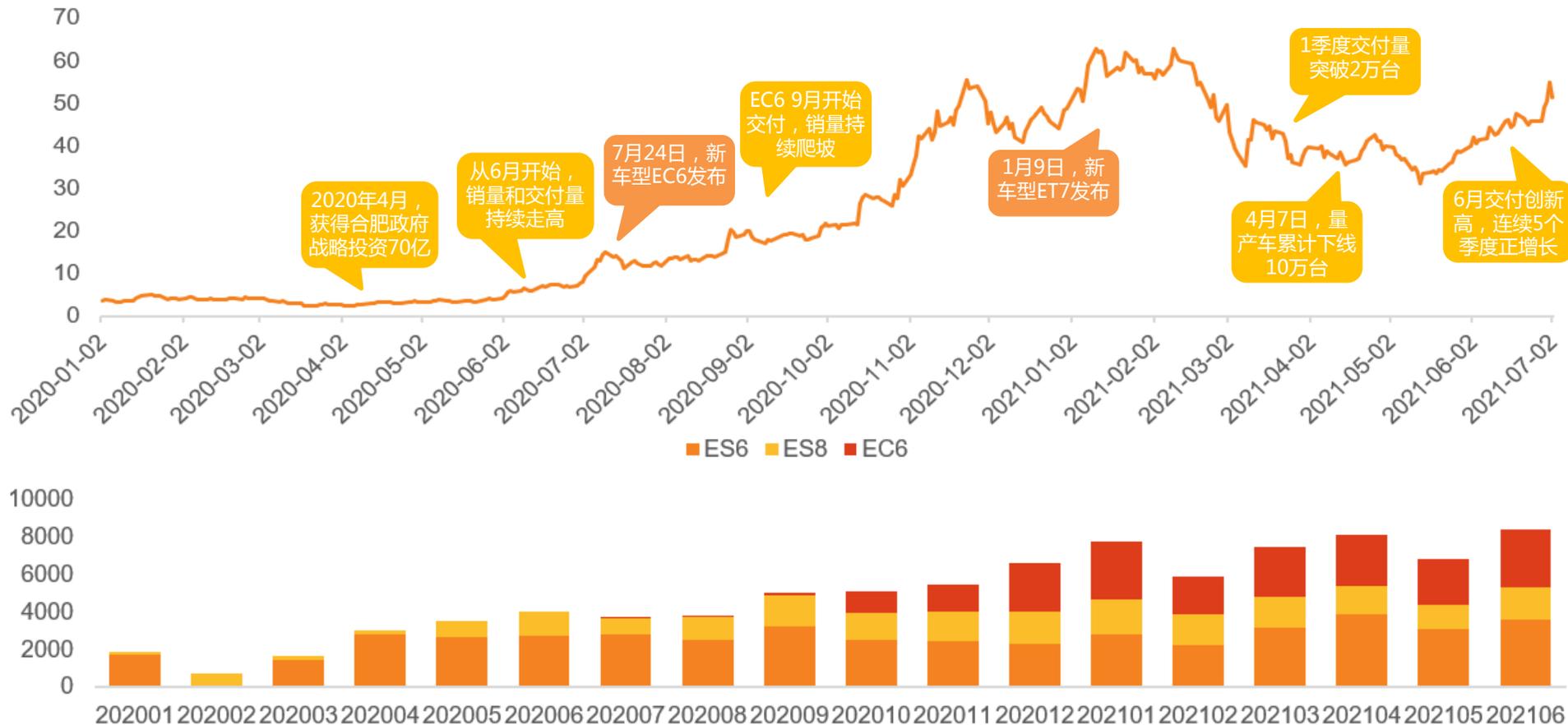
系统	部件	ES6	ET7	系统	部件	ES6	ET7	系统	部件	ES6	ET7	
三电系统	电池	宁德时代	宁德时代 国轩高科	电子系统	视觉芯片	Mobileye		车身内外饰	雨刷器	博世		
	PACK	正力蔚来	正力蔚来		自动驾驶芯片		英伟达			轮胎	倍耐力	
	电池托盘		铭德铝业		NAD自动驾驶系统		蔚来			尾门控制器	Edscha	
	BMS软件		蔚来		5G-VX模块		君联智行			尾门报警器		
	感应电机				数字座舱平台		高通			后视镜总成	梅克朗	
	永磁同步电机	蔚然动力	蔚然动力		汽车5G平台					后视镜转向灯	麦格纳	
	电机控制器				三目摄像头硬件	三星高电				天窗	伟巴特斯	
	BMS硬件				360度摄像头硬件	均胜电子				遮阳板	岱美	
	电机定转子	联合电子	联合电子		800W摄像头		德赛西威			前挡风玻璃	福耀玻璃	福耀玻璃
	电驱动齿轮箱		麦格纳		高精度激光雷达		图达通			座椅总成	重庆延锋安道拓	佛吉亚
底盘系统	胎压监测			毫米波雷达		安波福		安全约束系统	延锋百利得			
	空气弹簧悬架	大陆	中鼎股份	iBooster	博世		主线束电器	鹤壁天海				
	制动软管	明治		ESP车身稳定系统			泡棉	海程				
	前制动盘	布雷博	布雷博	电助力制动系统			注塑立柱		常熟汽饰			
	前制动卡钳			车身控制器	联合电子		行李箱软饰					
	后制动盘			整车控制器		联合电子	真皮包覆仪表盘		常熟安通林			
	后制动卡钳	泛博制动		智能进入		麦格纳	Karuun藤木饰条		宁波华翔			
	EPS电子转向	蒂森克虏伯 万都海拉		HUD		泽景						
	减振器	采埃孚萨克斯	采埃孚	AMOLED中控屏		海微科技						
	轮胎		马牌	Nomi机器人								
	集成动态制动模块		万都	OLED屏		京东方						
				座椅加热通风按摩		佛吉亚						
			高压连接器		安波福							

资料来源：盖世汽车、天风证券研究所

6.2 股价复盘

- 新势力股价与交付量、销量和现金流预期强联动。2020年4月，蔚来汽车获得合肥政府战略投资70亿度过难关。此后每月的销量和交付量开始持续走高，市值也随之一路上涨。2021年上半年受电池和芯片短缺等影响，股价伴随销量有所调整。

图：蔚来汽车2020年以来股价和销量变化历程（单位：上图：元、下图：辆）



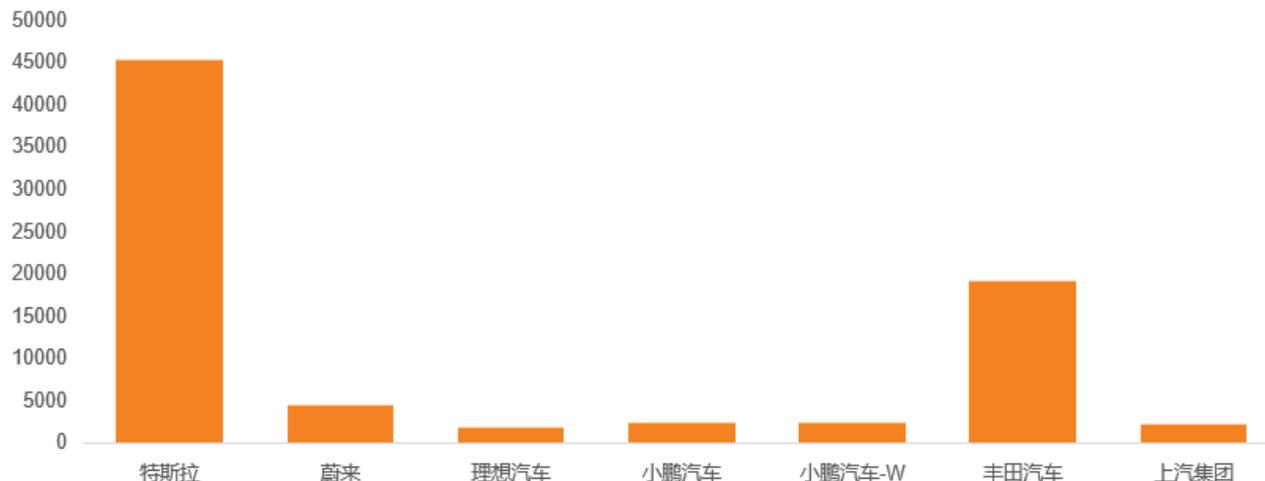
资料来源：Wind，车主之家，天风证券研究所

6.3 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20x 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，以及对新势力自动驾驶技术、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（亿元）	营业总收入2020A（亿元）	PS
TSLA.O	特斯拉	45421	2039	22.3
NIO.N	蔚来	4525	162	27.9
LI.O	理想汽车	1970	97	20.3
XPEV.N	小鹏汽车	2387	58	41.2
09868.HK	小鹏汽车-W	2385	58	41.1
TM.N	丰田汽车	19282	15960	1.2
600104.SH	上汽集团	2209	7421	0.3

图：各车企市值对比（亿人民币）（截至2021/8/3）



资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

风险提示

- 1、新车型推出不及预期：因新车型上市较慢或推出效果不及预期，将或导致蔚来汽车销量增长不及预期。
- 2、智能电动汽车渗透率提升不及预期：因消费者需求变化导致智能电动汽车渗透率提升不及预期。
- 3、汽车行业竞争加剧：行业竞争加剧或导致蔚来汽车盈利能力下降。

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