

造车新势力研究系列

造车新势力距盈利还有多远？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业月报*汽车*月酝知风—自主品牌开启 2025 战略，欧系车企加快电动转型速度》 2021-09-12

《行业动态跟踪报告*汽车*新国潮系列——比亚迪发布 e3.0 平台，欲成下一代电动车摇篮》 2021-09-10

《行业点评*汽车*小鹏新品推出节奏加快、研发投入加大》 2021-09-01

《行业深度报告*汽车*大象转身系列——大众汽车未来 10 年转型战略的启示》 2021-08-25

《行业点评*汽车*《汽车数据安全管理办法（试行）》发布，汽车数据安全监管趋严》 2021-08-21

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn



平安观点：

- **新势力的新打法。**作为造车新势力典型代表，蔚来、小鹏、理想创始团队主要来自互联网等科技行业，具备较强的用户需求挖掘能力和产品定义能力。三家新势力的品牌定位中高端，已初步塑造了具鲜明特征的品牌形象，蔚来品牌定位高端，打造全场景的用户服务；小鹏主打“科技”和“智能”，自动驾驶全栈自研；理想的增程式解决用户里程焦虑，同时聚焦家庭用车痛点。我们认为明显的标签化属性是三家新势力能够在众多新势力品牌中形成第一梯队的重要护城河之一。
- **研发投入规模大、新势力三强距离盈利还有多远？**目前三家造车新势力交付量和营收规模大致相当于特斯拉 2016 年左右的水平，特斯拉通过高端产品树品牌打知名度后，通过 Model 3/Model Y 得以迅速放大并最终实现盈利。新势力已经实现从 0 到 1，季销规模超过 2 万台，接下来投放的新品能否迅速扩大规模成为其在未来竞争中胜出的关键。3 年内新势力三强研发投入将达 65~70 亿/年，持续的高研发投入和快速拓展的销售服务渠道将继续拖累公司盈利，据我们测算，新势力要达到盈亏平衡至少需要 800 亿元以上的年营收规模。
- **2022 年开始新势力推新节奏加快。**蔚来 2022 年将推出 3 款 NT2.0 平台车型，同时成立全新品牌进军主流大众市场。小鹏目前拥有 David 和 Edward 两个平台，2022 年推出第 4 款 SUV 车型，2023 年开始每年至少推出 2~3 款全新车型，所有新车型都将搭载 XPilot 4.0 系统。理想汽车正研发下一代增程式电动汽车平台和两个高压纯电平台，2022 年理想将基于 X 平台推出一款增程式电动 SUV，2023 年推出另外两款增程式 SUV，同时理想从 2023 年起每年至少推出两款高压纯电车型。
- **投资建议：**新能源时代，汽车产品差异化的核心基础发生转变，蔚来、小鹏、理想抓住行业变革机遇期，完成从 0 到 1，突破季销 2 万台规模。互联网基因+轻装上阵使得新势力成功塑造了差异化的品牌标签，造车新势力具备较强用户需求挖掘能力和产品定义能力，为未来三五年准备了多款新品、新平台、新智能化技术，后续推出的产品能否迅速上量将成为新势力们能否在接下来的竞争中胜出的关键。相较于传统车企，新势力研发投入规模大，我们测算需要至少 800 亿收入才可能实现盈利。在扩大规模的道路上，新势力还将面临多重考验，包括新品的市场认可度、大规模交付时产品质量把控能力、为应对后续高投入的融资能力等等。目前阶段我们更看好转型迅速且兼具规模效应及造血能力的龙头自主车企，龙头自主车企自我造血能力、全面覆盖的品牌矩阵及组合拳式的丰富新品储备是目前造车新势力尚不具备的能力。强烈推荐长城汽车（2333.HK），推荐吉利汽车（0175.HK），同时建议密切关注造车新势力的发展动态。

- **风险提示：**1) 核心部件短缺直接影响交付量；2) 融资环境不确定性增大；3) 电动车市场竞争加剧；4) 面对大规模交付的产品品质管控能力尚需完善；5) 智能汽车政策监管趋紧，自动辅助驾驶系统造成用户出现伤亡事故影响公司品牌形象，自动驾驶系统用户激活率可能不及预期。

正文目录

一、 造车新势力的新打法	5
1.1 互联网背景的新势力.....	5
1.2 品牌定位中高端，打法颠覆传统.....	5
二、 造车新势力距离盈利还有多远？	9
2.1 新势力迈入快速成长期，期待后续规模放量.....	9
2.2 研发投入大、盈亏平衡需达到约 800 亿营收规模.....	11
三、 新势力新品节奏加快、产能布局充足	14
3.1 新能源汽车市场拐点来临，新品节奏加快.....	14
3.2 蔚来：全品牌定位主流大众市场，坚持代工生产.....	15
3.3 小鹏：自动驾驶技术迭代加速，生产方式逐渐转为自产.....	17
3.4 理想：增程式和高压纯电双轮驱动.....	17
四、 新势力海外市场表现有待观望	19
五、 投资建议	20
六、 风险提示	20

图表目录

图表 1	蔚来已公布车型售价	6
图表 2	蔚来国内换电站规划 单位：座	6
图表 3	蔚来中心内景	7
图表 4	蔚来换电站.....	7
图表 5	小鹏 P5 睡眠场景.....	8
图表 6	小鹏 P5 娱乐场景.....	8
图表 7	理想 ONE 增程式动力系统，增程式动力系统与其他动力系统的比较	8
图表 8	蔚来、小鹏、理想季度交付数据 单位：万辆.....	9
图表 9	特斯拉季度交付数据 单位：万辆.....	9
图表 10	蔚来、小鹏、理想季度营业收入 单位：亿元	10
图表 11	特斯拉季度营业收入 单位：亿元	10
图表 12	蔚来、小鹏、理想整车业务毛利率.....	11
图表 13	蔚来、小鹏、理想税前净利润 单位：亿元.....	11
图表 14	蔚来、小鹏、理想季度研发费用 单位：亿元	12
图表 15	特斯拉、长城、吉利、宝马毛利率水平	13
图表 16	特斯拉、长城、吉利、宝马销售、行政及一般费用率	13
图表 17	蔚来、小鹏、理想销售、行政及一般费用率季度变化	14
图表 18	蔚来、小鹏、理想盈亏平衡测算	14
图表 19	新能源乘用车批发渗透率	15
图表 20	造车新势力车型规划.....	15
图表 21	蔚来季度销量环比增速.....	16
图表 22	蔚来整车业务季度营收环比增速	16
图表 23	蔚来 ET7 外饰.....	16
图表 24	蔚来 ET7 内饰.....	16
图表 25	小鹏汽车车型及未来车型规划.....	17
图表 26	理想汽车平台规划	18
图表 27	理想汽车车型规划、平台规划.....	19

一、造车新势力的新思路与新打法

1.1 互联网背景的新势力

蔚来、小鹏、理想是国内造车新势力的典型代表，占据新势力头部阵营，造车新势力三强借助互联网基因的加持，凭借智能化的配置，独特的服务体验，迅速培育起品牌认知度，塑造了个性化的品牌标签，加快了我国甚至全球汽车产业转型的速度。蔚来、小鹏、理想的创始团队带有典型的互联网基因，其创始人的创业经历也直接影响了所创汽车企业自身的品牌定位和发展战略。

蔚来汽车成立于2014年，创始人李斌曾是易车网创始人。“Blue Sky Coming，蔚来已来”是蔚来对美好未来和晴朗天空的愿景，也是蔚来创立的初心。蔚来致力于通过智能电动汽车，为用户提供高品质服务与创新性的补能方案，打造愉悦的用户社区。蔚来品牌定位高端，通过极致的用户体验收获了众多客户与粉丝。

小鹏汽车成立于2015年，创始人何小鹏、夏珩、何涛。何小鹏是UC优视联合创始人及前阿里巴巴移动事业群总裁，现担任小鹏汽车董事长、CEO，夏珩、何涛两位小鹏汽车联合创始人，此前在广汽研究院负责新能源汽车和智能汽车控制系统的开发工作。来自互联网、汽车制造的创始团队塑造了小鹏汽车独特的DNA，小鹏自成立之初就主打“科技”+“智能”的标签，致力于通过数据驱动智能电动汽车的快速迭代进化。

理想汽车成立于2015年，创始人李想先后创办泡泡网、汽车之家，创业经验丰富。理想汽车高度关注用户全生命周期范围内不同用车场景下的痛点，其首个出行创业项目SEV项目（低速电动车）致力于满足用户介于两轮电动车和汽车之间的用车需求，后续的理想ONE则聚焦于解决纯电动汽车的续航里程焦虑痛点、满足家庭用户的用车需求。

1.2 品牌定位中高端，打法颠覆传统

在品牌定位方面，新势力大都选择了中高端的品牌定位。一是由于新能源汽车的电池成本较高，高端路线可以更好地覆盖电动车制造成本；二是中国自主品牌在电动车赛道上，相对于合资品牌具有比燃油车赛道相对更强优势，更易于品牌向上突破。我们认为对于传统自主品牌而言，品牌向上发展会受到其燃油车历史的束缚，其向上突破容易受到之前品牌车型销售历史的影响，用户较难接受，例如荣威在2018年推出的高端纯电车型Marvel X，由于荣威品牌自身的品牌力不足以支撑Marvel X的售价，最终用户对其接受度不及预期。但对于新势力而言，智能新能源汽车作为一个全新的品类，高端定位则更容易被接受。实际上传统自主品牌也都在独立运营自身的高端品牌，并试图与原有品牌作明显的区分，比如上汽R标/智己、东风岚图等。智能新能源时代为中国汽车品牌向上发展提供了绝佳的发展时期。

汽车差异化打造逻辑发生转变，新势力打造差异化护城河。在传统燃油汽车时代，汽车用户的差异化体验主要体现在发动机排量、动力，变速箱类型等动力和传动领域，越豪华的车型往往匹配的发动机动力也越高。但在新能源汽车时代，由于电驱动与生俱来的高动力输出特性，使得以动力差异为基础打造的汽车差异化的基本逻辑不复存在。在汽车向智能化转型和向用户转型的产业革命大背景下，汽车的差异化已转变为汽车智能化体验和用户场景挖掘能力。新势力很好地把握住了智能新能源时代汽车差异化逻辑的转变机遇，通过挖掘细分汽车使用场景和打造新颖的智能化体验，三家新势力都初步成功塑造了极具特色的品牌形象：蔚来品牌定位高端纯电，同时打造全场景的用户服务；小鹏主打“科技”和“智能”，自动驾驶全栈自研，小鹏P5上市后，小鹏在产品差异化打造上又增加了“用户私人空间”这一差异化标签。理想在电动车的基础技术路线选择上与蔚来小鹏差异大，增程式解决用户里程焦虑，同时车型尺寸及空间设计致力于解决家庭用车痛点。我们认为明显的“标签化”特征是三家新势力能够在众多新汽车品牌中脱颖而出原因之一。同时，互联网时代强调用户价值，三家品牌打造独特的用户体验，采用直营模式，高管亲自与用户接触，深入用户群体去挖掘用户需求，解决用户痛点，这在过去传统车企的经销商模式中是很少见的，以新势力为代表的“用户导向”和传统车企形成了鲜明的对比。

■ 蔚来品牌定位豪华，全场景服务用户

蔚来汽车产品定位豪华，根据蔚来已经发布的车型售价（ET7还未上市交付），其主要价格区间已经覆盖了35万~60万之间。

图表1 蔚来已公布车型售价 单位：万元

	车辆类型	指导价
ES8	SUV	46.8~62.4
ES6	SUV	35.8~52.6
EC6	SUV Coupe	36.8~52.6
ET7	轿车	44.8~52.6

资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

我们认为蔚来除了高端的品牌定位外，其差异化更多地体现在用户服务体系方面。

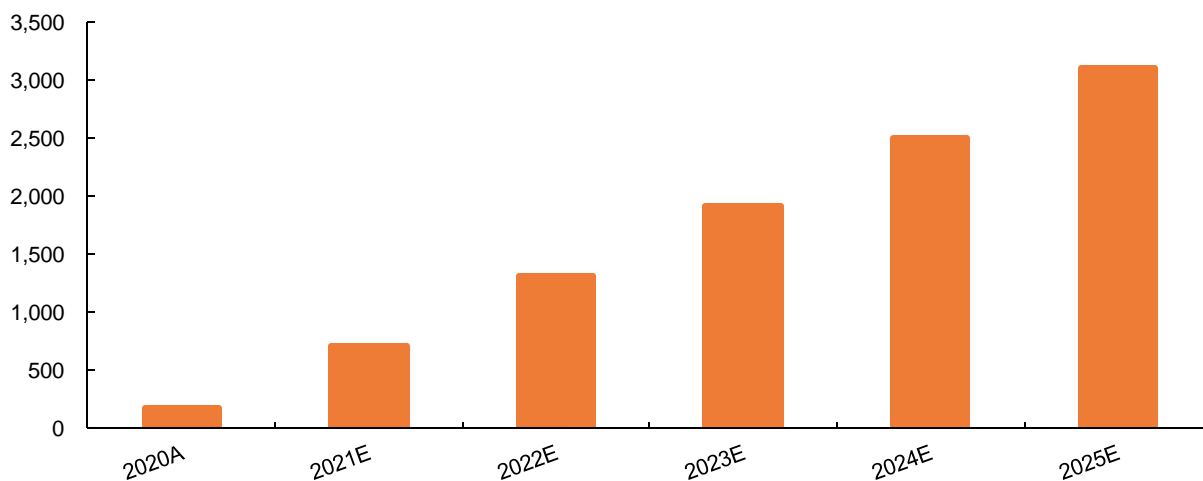
蔚来聚焦用户对汽车使用的全场景服务。在汽车使用场景方面，蔚来组建了 NIO Power、NIO Service 和电池租赁服务(BaaS)。

NIO Power 主要覆盖用户充电、换电等场景服务，除家用充电桩外，还提供包括换电服务、超充桩和充电车等服务模式。

2021 年 4 月，蔚来第二代换电站投入运营，蔚来第二代换电站是全球首个量产实现车辆自动泊入的换电站。截至 2021 年 9 月底，蔚来换电站已经超过 500 座，2021 年蔚来计划建成 700 座换电站，2022 年至 2025 年，在中国市场每年新增 600 座换电站，2025 年底蔚来换电站全球总数将超 4000 座，其中中国以外市场的换电站约 1000 座。

蔚来用户累计换电已超 400 万次，相当于平均每位用户换电 30 次。同时蔚来已在全国布局 365 座超充站、526 座目的地充电站，接入 41 万余根第三方充电桩。

图表2 蔚来国内换电站规划 单位：座



资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

NIO Service 则覆盖用户车辆的维修、保养和道路救援等场景。蔚来还推出了电池租赁服务 (BaaS)，可以降低蔚来用户的购车成本，扩大用户覆盖群体，以容量为 70kWh 的电池为例，通过电池租赁的模式，蔚来的整车售价可以降低约 7 万元，据蔚来公布数据 2021 年 7 月，BaaS 的渗透率已经超过 60%。

除了与汽车相关的服务，蔚来将品牌与用户的关联从汽车延伸到用户的多种生活场景中去。蔚来中心 (NIO House) 是蔚来重塑用户体验的载体之一，为用户营造属于用户自己的生活社区，除车辆展示功能外，蔚来中心提供用户休闲娱乐、交友、

办公等活动的专属空间，涵盖多种生活场景，同时蔚来中心大多设置在一、二线城市的繁华地段，这有助于提升蔚来品牌以及蔚来用户形象。另外蔚来的 NIO Life 是蔚来原创的生活方式品牌，致力于整合全球设计资源，用有态度、有故事、有设计的精品，为用户创造愉悦的生活方式，通过车以外的场景进一步延伸品牌触点，不仅为蔚来增加营收渠道，还拓展蔚来的品牌影响力。

图表3 蔚来中心内景



资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

图表4 蔚来换电站



资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

■ 小鹏围绕“智能化”打造护城河，增加汽车的“私人空间”属性

“智能化”是小鹏汽车的核心竞争力，但伴随着其他竞争对手加码自动驾驶的研发投入，其“智能化”优势或将被削弱，小鹏为巩固其先发优势，需要加速迭代其自动驾驶系统。同时，在产品差异化打造方面，从 P5 开始，小鹏开始增加汽车的“私人空间”属性。

小鹏在其宣传语中一直强调“做更懂中国的智能汽车”，虽然小鹏的车型都是纯电动汽车，但小鹏对“智能化”的凸显显然超过了“新能源”。根据小鹏汽车引用 IHS Markit 数据，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，如互联、OTA（空中升级）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，在中国 45.7% 购车者将车载科技视为关键购买因素，仅次于安全性、汽车参数及燃油经济性。小鹏汽车认为，作为被定义为具有丰富互联性、自动驾驶和人工智能科技功能的智能电动汽车将尤为受中国消费者青睐。

小鹏汽车是国内唯一一家自主开发全栈式自动驾驶软件且已搭载于量产车型上的汽车公司。根据小鹏 2Q21 财报电话会中披露，小鹏智能辅助驾驶软件 XPilot 3.0 版 2021 年第二季度的渗透率达 25%，截至 2021 年 6 月底小鹏汽车累计交付近 3.5 万台 P7，其中近 8000 台搭载 XPilot 3.0。2021 年 6 月单月小鹏用户高速 NGP 实现 145 万公里的高速驾驶里程，里程渗透率超过 60%，NGP 月均使用率超过 65%。

随着其他竞争对手纷纷加大自动驾驶技术的研发，小鹏的“智能化”优势或将被削弱，为了保持这份优势，小鹏加速其自动驾驶辅助系统的迭代速度。小鹏 P5 已经于 2021 年 9 月上市，P5 是全球首款搭载激光雷达的量产车型，支持 XPilot 3.5 智能驾驶软件，可实现城市 NGP 功能，覆盖更多驾驶场景。P5 上市 24 小时内的订单量达 6159 辆，其中搭载 XPILLOT3.0/3.5 硬件车型占比超 90%，激光雷达配置占比 54%。基于下一代智能辅助驾驶硬件平台的 XPilot 4.0 还将覆盖更广泛的驾驶场景。

除自动驾驶外，小鹏试图从汽车使用场景方面打造差异化。小鹏通过产品创新，挖掘用户的潜在需求，引导用户需求的变化。小鹏不再满足于将汽车作为只是从 A 点到 B 点的交通工具，汽车属于用户的专属空间的功能开始显现，小鹏已将 P5 打造成用户的专属空间，用户可以将小鹏 P5 的车内空间打造成休闲娱乐、休息等的专属空间，这大大扩展了汽车的应用场景。根据小鹏数据，P5 的智能空间选装占比 56%。

图表5 小鹏 P5 睡眠场景



资料来源：小鹏汽车，平安证券研究所

图表6 小鹏 P5 娱乐场景



资料来源：小鹏汽车，平安证券研究所

■ 理想用户痛点定位精准，打造爆款车型

理想汽车拥有较强的产品定义能力，其创始人李想更享有“超级产品经理”的美称。在理想 ONE 设计初期，理想发现“用户不想买的问题”普遍集中在以下几点：1) 传统汽车智能化程度太低；2) 没有任何 SUV 为多孩家庭认真设计；3) 电动车长途出行充电极为不便，其中长途出行的补能问题最难解决。

理想秉承“做中国家庭用户群体需要的车”的造车理念，在起步阶段没有采用纯电动的技术路线，为了解决用户出行里程焦虑和纯电动汽车补能不便的痛点，理想 ONE 采用了较为冷门的增程式电动系统。理想 ONE 于 2019 年 11 月开始量产，并于 2021 年 5 月推出 2021 款理想 ONE，售价 33.8 万。2021 款理想 ONE NEDC 续航里程由 800 公里增加到 1080 公里，其中纯电续航 188 公里，增程系统续航 892 公里，可通过慢充、快充和加油进行能量补充。用户既可以享受到纯电驱动带来的优越的驾驶体验（比如良好的加速性能和 NVH 动态表现），又可以在加电不便的情况下通过加油解决里程焦虑问题。

通过对家庭用车需求场景的独特理解，理想汽车很好地抓住了 SUV 细分市场的巨大增长机会，截至 2021 年 8 月底理想 ONE 共计交付 81733 台，2021 年 7/8 月，理想 ONE 分别交付 8589/9433 辆，超过蔚来和小鹏，位居造车新势力交付量第一位。

图表7 理想 ONE 增程式动力系统，增程式动力系统与其他动力系统的比较



资料来源：理想汽车，平安证券研究所

二、造车新势力距离盈利还有多远？

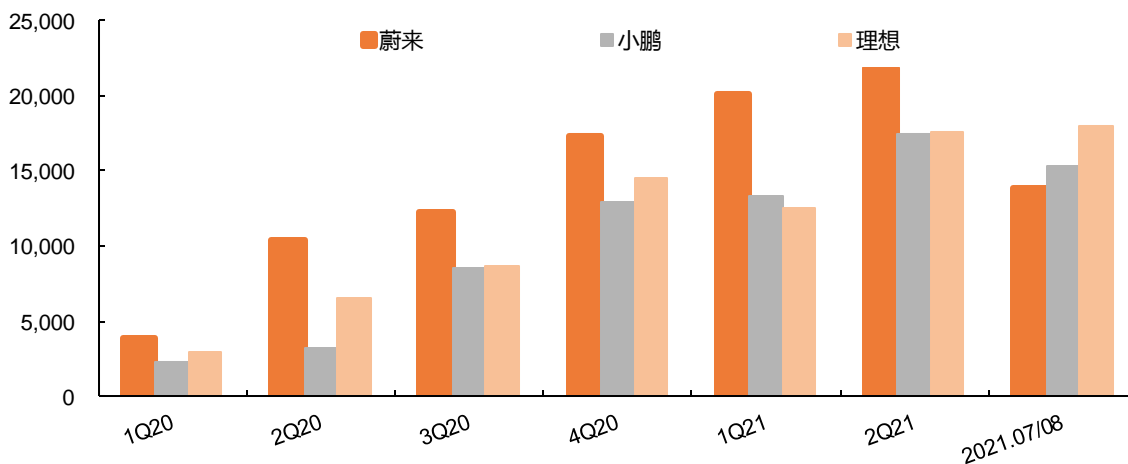
2.1 新势力迈入快速成长期，期待后续规模放量

蔚来、小鹏、理想在 2Q21 分别实现销量 2.2 万/1.7 万/1.8 万台，三家新势力在 2021 年第三季度的交付指引在 2.2 万~2.5 万辆之间。通过对比特斯拉的发展历史，我们可以看到，从交付规模上来看，蔚小理三家造车新势力目前达到特斯拉 3Q16~2Q17 的交付规模，该时期特斯拉的交付车型主要是 Model S/Model X。

特斯拉在季度交付量达到 2.0~2.5 万台后开始交付 Model 3，而 Model Y 于 1H20 开始交付，Model 3 和 Model Y 拉低了特斯拉车型的购买门槛，大幅扩大用户规模。从 Model 3 交付开始，特斯拉的交付规模迅速攀升，2Q21 的交付规模已超过 20 万台，主要为 Model 3/Y。

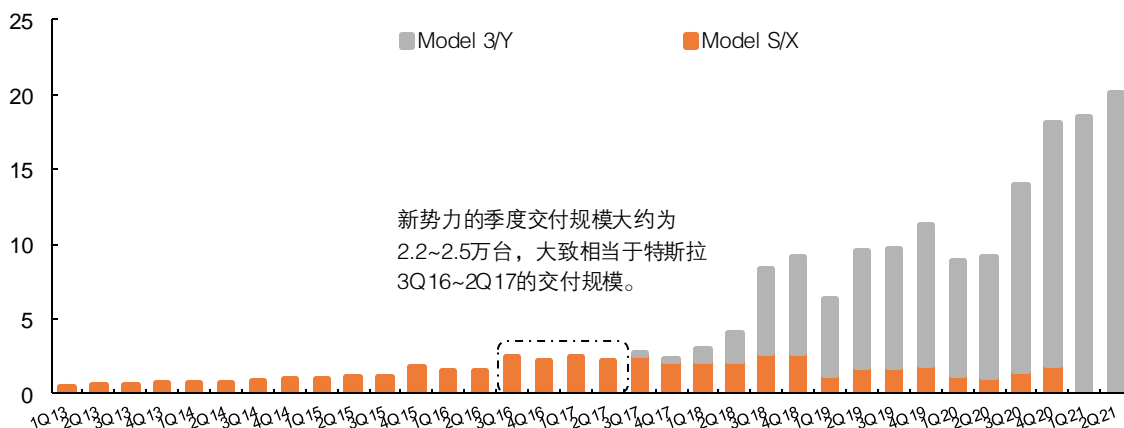
图表8 蔚来、小鹏、理想季度交付数据

单位：万辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

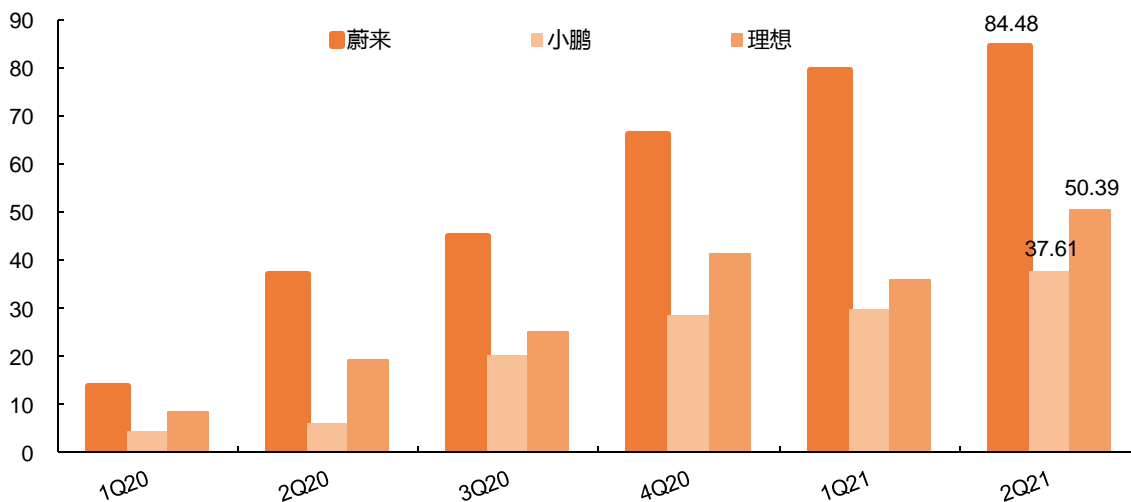
图表9 特斯拉季度交付数据 单位：万辆



资料来源：特斯拉，平安证券研究所

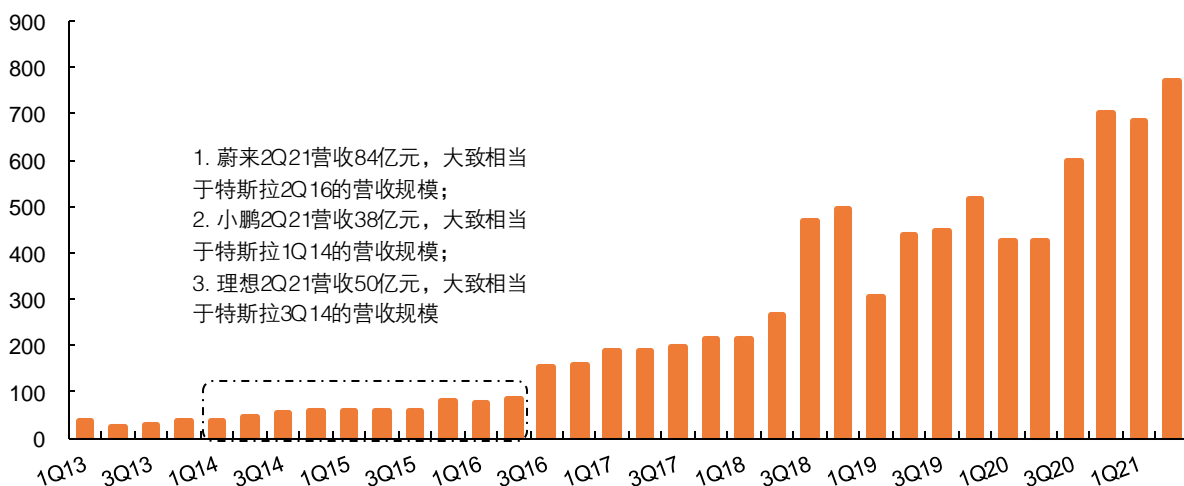
从营收规模来看，蔚来、小鹏、理想 2Q21 分别实现总营收 84 亿/38 亿/50 亿。与特斯拉历史对比，蔚来的营收规模大致相当于特斯拉 2Q16 的营收规模，小鹏大致相当于特斯拉 1Q14 的营收规模，理想大致相当于特斯拉 3Q14 的营收规模。

图表10 蔚来、小鹏、理想季度营业收入 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 特斯拉季度营业收入 单位：亿元



资料来源：特斯拉，平安证券研究所

特斯拉品牌的发展思路是起步阶段以高端车型（Model S/Model X）切入市场，不仅可以更好的覆盖电池等零部件成本，更有助于培育品牌溢价能力。随后以 Model 3 和 Model Y 等售价较低的车型进入 25~40 万价格区间，车型价格的降低覆盖了更广阔的价格区间，同时销量规模得到提升，规模效应进一步开始显现，最终特斯拉在 2020 年实现盈利。

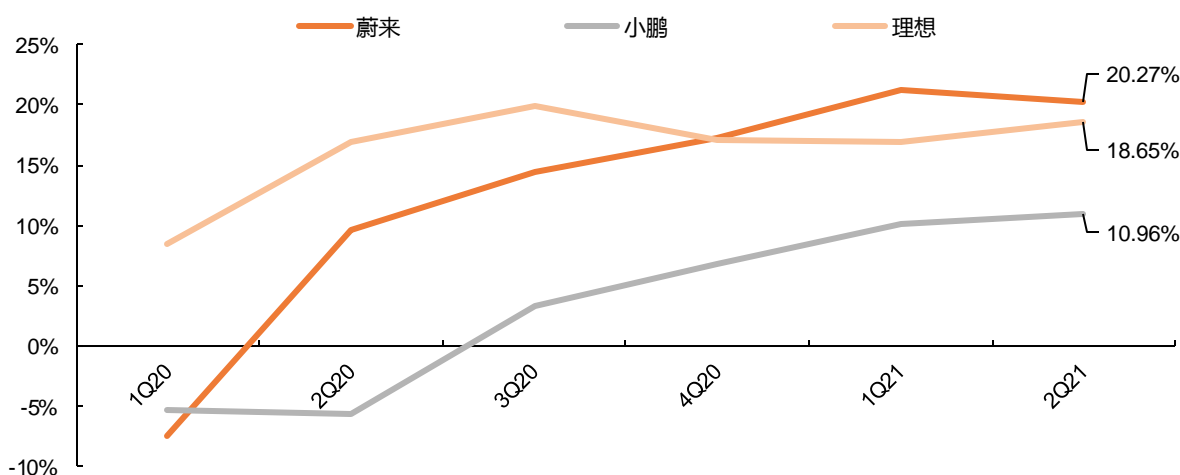
我们认为第一梯队的造车新势力已经完成从 0 到 1 的起步期，接下来将进入关键的成长期。目前阶段新势力的发展大致相当于特斯拉在 Model 3 上市之前的发展阶段，新势力接下来投放的产品能否迅速扩大规模成为其在未来竞争中胜出的关键因素。

2.2 研发投入大、盈亏平衡或需达到 800 亿左右年营收规模

新势力持续亏损，毛利水平逐渐改善。造车新势力目前的车型还较为有限，盈利来源比较单一，持续的高研发投入和快速拓展的销售服务渠道还将继续拖累公司盈利，三家新势力目前仍然处于亏损的状态。

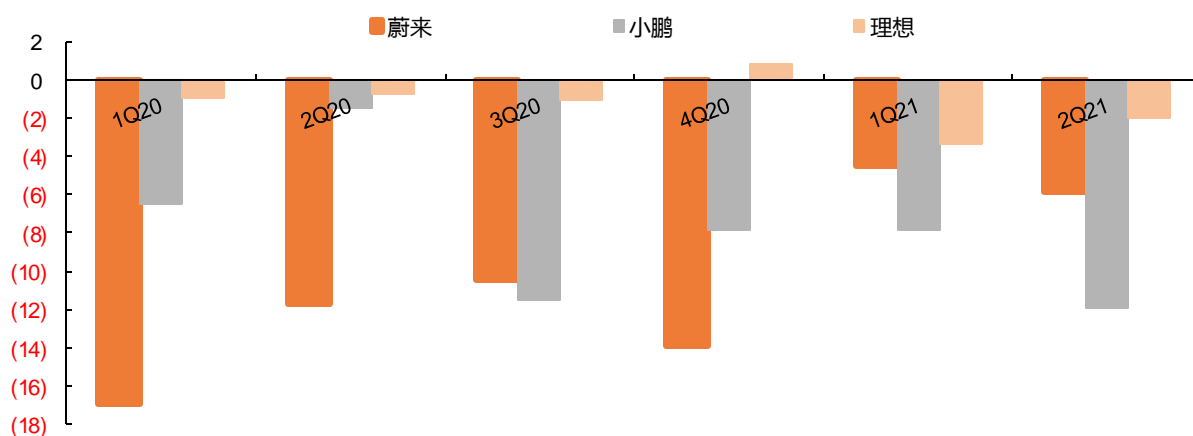
蔚来、小鹏、理想 2Q21 净亏损分别为 6.6 亿/12.0 亿/2.4 亿。随着交付量的提升，规模化效应开始显现，将提升收入规模并改善毛利率水平。蔚来、小鹏、理想 2Q21 单车营收分别为 36.1/20.6/27.9 万元，其整车业务毛利率水平分别达到 20%/11%/19%，较 2020 年度有明显改善。

图表12 蔚来、小鹏、理想整车业务毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 蔚来、小鹏、理想税前净利润 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

研发投入规模大。根据蔚来、小鹏、理想对于后续研发的规划，2021 年三家新势力的研发费用将达在 30 亿~50 亿，3 年内三家新势力年度研发费用大概率达 65 亿~70 亿的水平（理想汽车规划 3 年内研发费用将达到 10 亿美元/年），从研发支出的

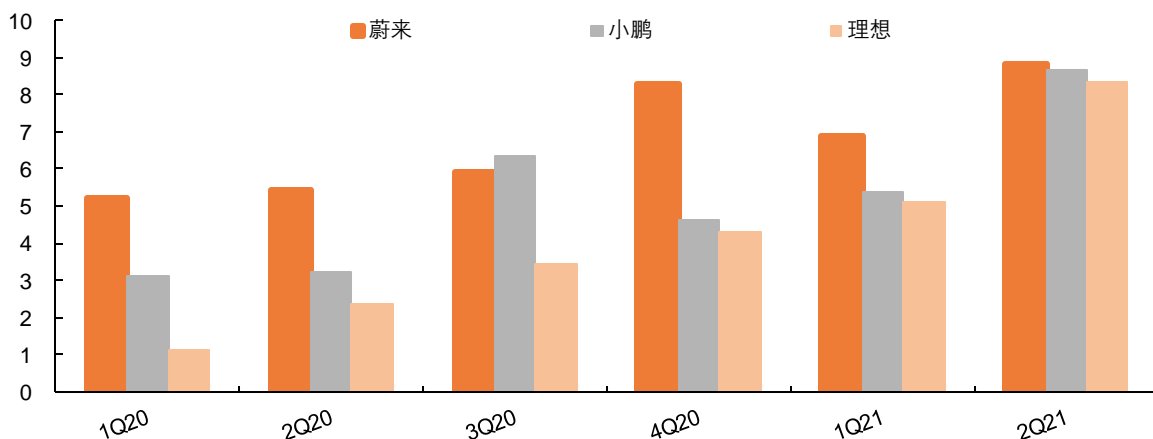
绝对金额上来看，新势力的研发费用已达到或超过大部分主流自主品牌车企。

蔚来汽车：2Q21 蔚来的研发开始提速，蔚来 2Q21 的研发费用为 8.8 亿元，同比扩大 62.1%。蔚来 2021 年研发费用计划达到 50 亿元，将主要用于 ET2.0 车型和自动驾驶系统 NAD 的开发，蔚来计划继续扩大其自动驾驶研发人员规模，自动驾驶相关的研发人员预计增加 300 人，到 2021 年底达到 800 人规模。

小鹏汽车：2021 年上半年小鹏研发费用达到 14 亿元，同比增加约 121.8%。根据小鹏规划，小鹏汽车 2021 年的研发费用将达到 40 亿元。截至 2021 年 6 月底小鹏汽车研发人员突破 3000 人，约占公司员工数的 39%，研发人员相比 2021 年初增加约 50%。按照小鹏计划，2021 年年底研发团队人数将超过 4500 人，其中将着重加大对自动驾驶相关的软件、硬件、数据等的相关投入，计划 2021 年底整个自动驾驶相关的人员将超过 1500 人。

理想汽车：理想 2021 年上半年的研发费用为 11.7 亿元（2020 年全年研发费用 10.1 亿元），理想汽车计划 2021 年研发投入至少增加至 30 亿元，3 年内达到 10 亿美金的年度研发投入水平。

图表14 蔚来、小鹏、理想季度研发费用 单位：亿元



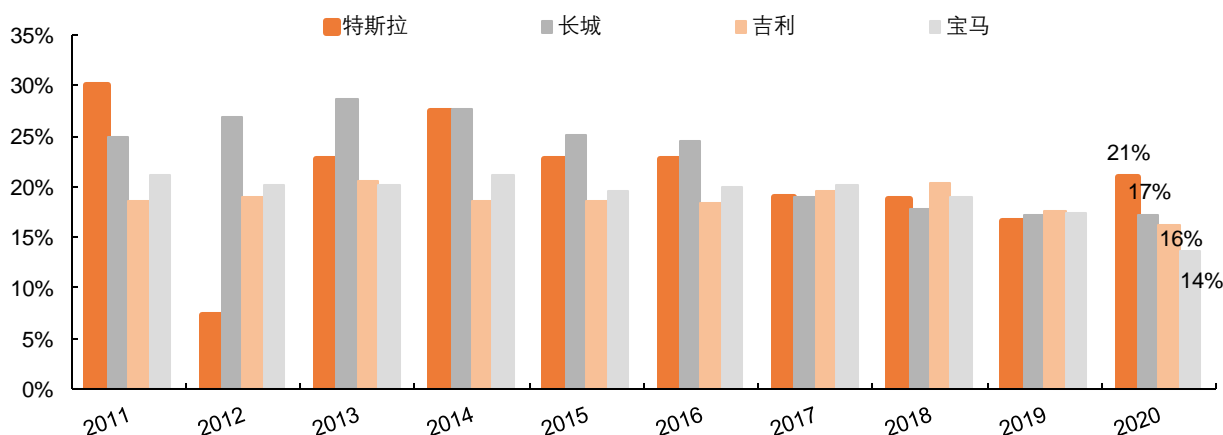
资料来源：公司公告，平安证券研究所

新势力三强距离盈利还有多远？

关键假设：

1) 新势力车企毛利率假设。我们选取特斯拉、长城、吉利和宝马汽车 2011 年~2020 年这 10 年间的毛利率水平作为参考，从长期来看，特斯拉、吉利、长城和宝马在 2011~2020 年的毛利率水平一般维持在 18%~20%之间。目前蔚来和理想的整车毛利率已经接近 20%，小鹏汽车的整车业务毛利率达到 11%，未来随着规模的提升有望进一步提高。考虑新势力三强披露的产品及平台规划情况，同时考虑到智能车新盈利模式的形成需要时间，我们认为三五年内新势力毛利率水平有望维持在 18%~20%之间。

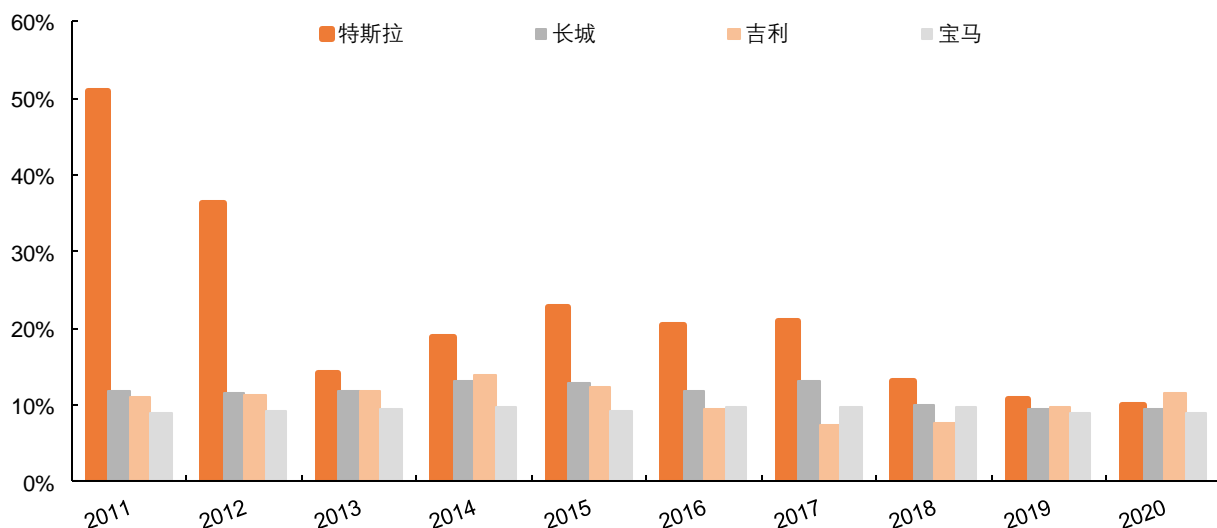
图表15 特斯拉、长城、吉利、宝马毛利率水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

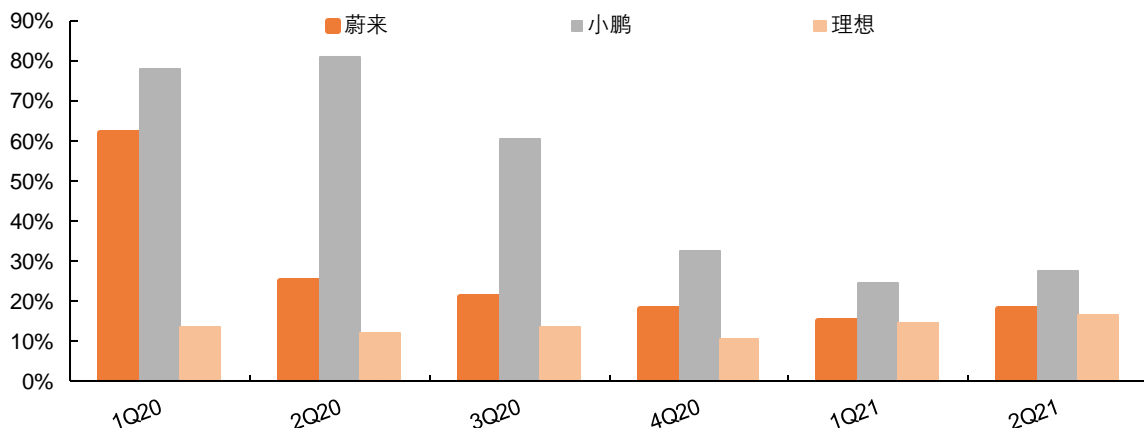
2) 销售、行政及一般费用率假设。我们同样选取特斯拉、长城、吉利和宝马 2011 年~2020 年的销售、行政及一般费用率作为参照样本。吉利、长城和宝马发展成熟，其销售、行政及一般费用率在过去十年一般维持在 10%左右。特斯拉由于前期的规模较小，其销售、行政及一般费用率波动较大，但总体呈现下降的趋势，并逐渐趋近于 10%左右，特斯拉 2018~2020 年的销售、行政及一般费用率分别为 13%/11%/10%。蔚来、小鹏、理想的销售、行政及一般费用率与特斯拉的变化趋势基本一致，也呈现出逐渐下降的趋势，三家新势力 2Q21 的销售、行政及一般费用率分别为 18%/27%/17%，未来随着交付规模提升和营收增加，其费用率还将继续下降。我们认为，短期来看新势力的销售行政及一般费用率有望达到 15%左右，中长期稳定在 10%~12%左右。

图表16 特斯拉、长城、吉利、宝马销售、行政及一般费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 蔚来、小鹏、理想销售、行政及一般费用率季度变化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

新势力盈亏平衡对应的收入规模测算: 由于三家新势力的资本结构还是以股权融资为主, 因此我们不考虑新势力公司的利息费用对公司的影响, 并剔除税收费用, 同时假设公司投资收益、资产处置收益(亏损)、其他收益等为0, 我们以公司主营业务的营业利润作为盈亏平衡的参考指标(营业利润=营业收入-营业成本-销售、行政及一般费用-研发费用), 测算新势力达到盈亏平衡时(营业利润=0)需要达到的营收和销量规模。我们假设蔚来、小鹏、和理想毛利率水平将维持在20%, 销售、行政及一般费用率为12%, 研发费用达到65亿元的投入规模。经过测算, **新势力要达到盈亏平衡需要达到812.5亿元营业收入, 以单车营收25万元测算, 其销量规模要达到33万辆。**

图表18 蔚来、小鹏、理想盈亏平衡测算

单位: 亿元

	盈亏平衡测算
营业收入	812.5
毛利率	20%
毛利润	162.5
销售、行政及一般费用率	12%
销售、行政及一般费用	97.5
研发费用	65
营业利润	0

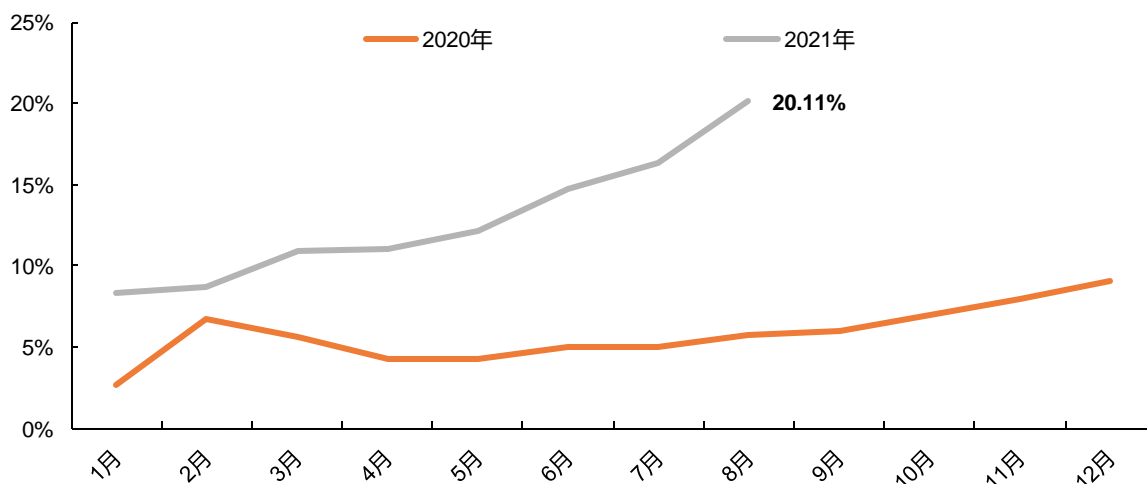
资料来源:平安证券研究所

三、新势力新品节奏加快、产能布局充足

3.1 新能源汽车市场拐点加速, 新品节奏加快

据中汽协数据, 2021年6月份, 中国纯电动汽车渗透率达到10.5%, 首次超过10%, 我们认为, 当新能源渗透率超过10%时, 意味着用户对新能源汽车接受度达到质变, 接下来的新能源车渗透率会以更快速度增长。据乘联会, 2021年8月新能源乘用车批发量达到30.4万辆, 渗透率已达到20.1%。

图表19 新能源乘用车批发渗透率



资料来源：乘联会，平安证券研究所

凭借新能源汽车市场的快速发展，新势力 2021 年销量迅速增长，但目前依然面临销量规模小，车型数量较少的问题，新势力欲凭借智能新能源市场的先发优势，尽快扩大规模，放大优势，产品推出节奏有望进一步加快。

蔚来 2022 年将推出 3 款 NT2.0 平台车型，其中包含一款售价较低的蔚来车型，同时成立全新品牌，定位主流大众市场。

小鹏汽车目前拥有 David 和 Edward 两个平台，除此之外，小鹏还在开发另一个新的平台，2022 年将推出第四款 SUV 车型，从 2023 年开始，每年至少推出 2~3 款全新车型，所有新车型都将搭载 XPilot 4.0 系统。

理想汽车正在研发下一代增程式电动汽车平台（X 平台）和两个高压纯电平台（Whale 平台和 Shark 平台），2022 年理想将基于 X 平台推出一款增程式电动 SUV，2023 年推出另外两款增程式 SUV，同时理想从 2023 年起每年至少推出两款高压纯电车型。

图表20 造车新势力车型/平台规划

	车型/平台规划
蔚来汽车	2022 年推出 3 款 NT2.0 平台车型，其中一款售价会比目前已发布的蔚来车型售价更低；成立全新品牌主攻主流大众市场。
小鹏汽车	目前拥有 David 和 Edward 两个平台，除此之外，小鹏正在开发另一个新的平台，2022 年推出第四款 SUV 车型。从 2023 年开始，小鹏每年将至少推出 2~3 款全新车型，所有新车型都将搭载 XPilot 4.0 系统。
理想汽车	正在研发下一代增程式电动汽车平台——X 平台，2022 年将基于 X 平台推出一款增程式电动 SUV，2023 年推出另外两款 SUV 车型；同时正在开发两个高压纯电平台——Whale 平台和 Shark 平台，2023 年起，每年至少推出两款高压纯电动电动汽车。

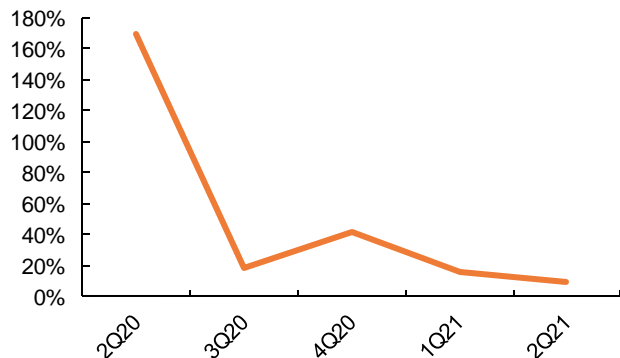
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 蔚来：全新品牌定位主流大众市场，坚持代工生产

蔚来 2021 年销量增长承压。蔚来在 2021 年不会推出新车型，根据蔚来公告数据，2Q21 蔚来销量和营收环比增速仅为 9.2%/6.8%，作为对比，小鹏和理想在 2Q21 的销量环比增速分别为 30.4%/39.7%。小鹏、理想 7/8 月总销量分别达到 15254 辆/18022 辆，超过蔚来的 13811 辆，造成蔚来销量增速下滑的原因有一部分是由于芯片等核心零部件短缺造成供应端紧缺，

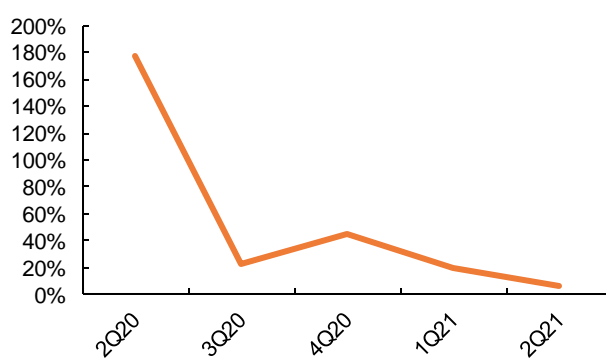
但通过横向对比，我们认为相比小鹏和理想，蔚来较高的车型售价以及 2021 年新产品缺乏导致蔚来的增速还是承受一定的压力。

图表21 蔚来季度销量环比增速



资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

图表22 蔚来整车业务季度营收环比增速



资料来源：蔚来汽车，平安证券研究所

蔚来需要扩大汽车销售规模。蔚来规划 2022 年将推出一款售价最低的蔚来品牌车型，同时将推出全新品牌，主攻主流大众市场。蔚来这一系列的动作背后，一方面是电池成本下降带来的整车成本下降，更重要的是蔚来不再满足于“小而美”的豪华定位，而是急需快速扩大规模，主动应战。

NT2.0 平台将在 2022 年随着 ET7 的上市正式量产。目前 ES8、ES6 和 EC6 三款在售车型都是基于 NT1.0 平台，三款车型目前搭载的是蔚来的驾驶辅助系统 NIO Pilot，支持 L2 级别的自动辅助驾驶，用户可以通过一次性付费的方式激活该系统。相比 NT1.0 平台，NT2.0 在自动驾驶方面做了重大升级，2021 年 1 月蔚来发布了其自动驾驶系统 NAD (NIO Autonomous Driving)，并将搭载于 ET7 上。感知层面上，蔚来 ET7 使用了包括激光雷达、高清摄像头、毫米波雷达和超声波雷达等 33 个高精度传感器，可通过升级软件的方式逐步实现高速、城区、泊车等各个场景的自动驾驶覆盖。

图表23 蔚来 ET7 外饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表24 蔚来 ET7 内饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

蔚来品牌价格下探，同时推出全新主流大众品牌。蔚来在 2022 年将推出一款售价相对低的蔚来品牌车型，以求扩大蔚来品牌的规模，我们认为蔚来该车型的价格可能会在 25 万~30 万之间。

关于蔚来组建全新品牌方面，我们认为 15 万左右的大众市场在整个汽车市场中占比较高，如果蔚来的产品不能进入到这个市场，那么蔚来将很难迅速扩大规模，但由于蔚来品牌的高端定位，其品牌本身价格下探将受限，因此蔚来需要一个全新的品牌征战主流大众市场。蔚来认为，目前市场欠缺的是主流价位非常有竞争力的产品，新品牌的价格将比特斯拉更低，但却提供更好的产品和服务，我们认为该新品牌车型的价格定位区间可能会在 15 万~20 万。蔚来全新品牌进入主流大众市场的

相关工作已经提速，新品牌的核心团队已经组建完成。

坚持代工生产模式。蔚来坚持代工模式，也是最早采用代工生产模式的造车新势力，蔚来的所有车型都由江淮蔚来工厂生产，目前为止蔚来还没有自建工厂的规划。2021年5月，江淮与蔚来的合作代工模式完成续约，合同将延续到2024年5月，同时江淮会将工厂产能提高到24万辆/年。2021年2月，合肥市人民政府与蔚来签署深化合作的框架协议，蔚来与合肥政府合作规划建设新桥智能电动汽车产业园(NeoPark)，整个产业园规划产能100万辆/年，年产值5000亿，电池产能100GWh，蔚来将成为首批入园的企业。

3.3 小鹏：自动驾驶技术迭代加速，生产方式逐渐转为自产

小鹏汽车自动驾驶技术迭代加速。支持XPilot 3.5的P5已于9月正式上市，新的智能辅助驾驶系统将在城市场景、不同场景间的衔接带来新的用户体验，小鹏计划通过P5扩大其在智能辅助驾驶方面的优势。更长远的是基于下一代智能辅助驾驶硬件平台的XPilot 4.0将覆盖更广泛的驾驶场景，用户对智能辅助驾驶的粘性将进一步提高。

从2023年开始，小鹏每年将至少推出2~3款全新车型，所有新车型都将搭载XPilot 4.0系统。小鹏汽车目前拥有David和Edward两个平台，其中David平台对应2600~2800mm轴距（小鹏G3和P5车型），Edward平台对应2800~3100mm轴距（小鹏P7），除此之外，小鹏已经投入开发另一个新的平台。小鹏将于2022年推出第四款SUV车型，与P7同属于Edward平台，从2023年开始，小鹏每年将至少推出2~3款全新车型，所有新车型都将搭载XPilot 4.0系统。小鹏认为15~40万的价格区间将是规模最大、增长最快的细分市场，并且该价格区间智能化对传统汽车的颠覆也将最为强烈，因此小鹏的价格区间将由15~30万扩大到15~40万，以求覆盖更广阔的用户群体。

图表25 小鹏汽车车型及未来车型规划



资料来源：小鹏汽车，平安证券研究所

小鹏汽车生产方式由代工逐渐转变为自产。小鹏G3由郑州海马工厂代工生产，代工合同2021年12月到期。G3i和P5已在肇庆工厂投产，目前肇庆工厂已经实现包括P7、G3i和P5三款车型的并线生产，小鹏汽车从2021年8月份开始每天两班生产，目标是到2021年第四季度突破单月15000台。肇庆工厂二期扩建项目启动，到1H22其设计产能将由现在的10万辆增加到超过20万辆，广州工厂设计年产能10万辆，预计1Q22主体结构可以完工，到3Q22将正式投产。同时，小鹏汽车已与武汉市政府达成合作协议，其正在建设中武汉工厂的产能也将达到10万辆/年。

3.4 理想：增程式和高压纯电双轮驱动

理想汽车认为新能源汽车还面临制约其自身发展的重要因素——纯电动汽车补能方式不便。纯电动汽车充电不便且充电时间长，导致了用户的里程焦虑，这在一定程度上限制了纯电动汽车的使用场景，且阻碍了其被更广泛的消费者的接受程度。据理想公告引用灼识咨询数据，截至 2020 年底，中国一线城市拥有可安装充电桩车位的家庭的比例不足 25%（同时期美国该比例为 70%），这使得纯电动车用户需要依赖公共充电设施，但公共充电桩的数量还不足以支撑纯电动汽车销量的增长，据理想汽车引用灼识咨询数据，截至 2020 年底，新能源汽车保有量与公共充电桩的比例为 6.1: 1，其中快充桩占公共充电桩的比例约为 38.3%，新能源汽车保有量与公共快充桩的比例则为 15.9: 1。充电时长同样困扰着纯电动车用户，以快速充电桩为例，纯电动车用户通常需要花费 30~60 分钟才能为纯电动车充满电，而普通充电桩的充电时长则更长，通常需要几个小时才能充满电，这在很大程度上困扰了纯电动车用户。

理想汽车认为，任何新能源汽车的补能方案至少需要跟燃油车补能一样便捷高效，且具有商业化落地的可行性。基于以上制约新能源汽车的关键因素，理想汽车提出了两种解决方案：1）增程式电动解决方案；2）高压纯电动解决方案。

理想正在投资开发下一代增程式电动平台（X 平台）和两个高压纯电动平台——Whale 平台和 Shark 平台（Whale 平台主打空间，Shark 主打性能）。从中短期来看，理想汽车还会在增程式电动车加大投资，增程式作为从燃油车到纯电动的过渡，用户既可以体验到纯电动的驾驶体验，又可以利用现有的基础设施便捷补能，对培育电动车用户、解决行业痛点来讲，是一种合理巧妙的过渡方案，但从长期来看，纯电动时代必将到来，理想也在加大高压纯电的研发投入，在 2023 年也将推出高压纯电动汽车。

图表 26 理想汽车平台规划

平台	动力系统	补能方式	定位	自动驾驶硬件
X	增程式电动汽车 (下一代)	慢充、快充、加油	豪华 SUV	标配 L4 级别
Whale	高压纯电动汽车	慢充、快充、超快充电	空间优先	标配 L4 级别
Shark	高压纯电动汽车	慢充、快充、超快充电	性能优先	标配 L4 级别

资料来源：理想汽车，平安证券研究所

理想汽车计划 2022 年基于下一代增程式电动平台推出一款全尺寸 SUV 车型，同时在 2023 年推出另外两款增程式电动 SUV。理想汽车还将在 2023 年推出高压纯电动车型，并且每年至少推出两款。为了促进高压纯电动汽车的商业化，理想计划部署一个由超快充电站构成的高功率充电网络，根据理想汽车的预测，随着超快充基础设施和电池技术的发展，2023 年后充电时间将减少至 15~20 分钟，从而带动纯电动汽车的销量攀升。理想同时在大力投资自研的自动驾驶技术，从 2022 年开始，理想所有新推出的车型都将搭载 L4 级自动驾驶兼容的必要硬件。

图表27 理想汽车车型规划、平台规划



资料来源：理想汽车，平安证券研究所

理想自建工厂。理想目前上市的理想 ONE 在常州工厂生产，工厂目前产能 10 万辆/年，到 2022 年将达到 20 万辆/年。同时理想拟在北京建立新的生产基地，根据北京市顺义区人民政府发布的《顺义区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标纲要》显示，理想北京生产基地的产能约为 25 万辆/年。

四、新势力海外市场表现有待观察

2021 年 5 月，蔚来发布挪威战略，正式进入挪威市场，蔚来的海外战略采用直营的模式。首批交付的蔚来 ES8 于 2021 年 9 月份在挪威开放预订和交付。接下来包括蔚来全新 ES8 在内，NIO House、NIO Power 可充可换可升级的加电体系、蔚来服务与交付中心、NIO App、NIO Life 等都将陆续登陆挪威。蔚来也十分注重海外市场的用户体验，蔚来已经组建了一支由 200 位挪威用户组成的“用户顾问团”，并对蔚来车辆的本土化、社区体验等方面开展交流，与挪威用户共建蔚来。挪威只是蔚来海外市场的第一站，2Q21 蔚来任命了欧洲市场 CEO，开始组建欧洲市场团队，后续蔚来会进入德国等其他欧洲市场，蔚来将主要基于 NT2.0 平台车型拓展欧洲市场，ET7 计划将于 2022 年进入挪威市场。蔚来预计其海外市场的销量短时间内可能不会有快速增长，更加注重用户满意度和品牌体系搭建。

在国内造车新势力中，小鹏是最早拓展海外市场的。2020 年 12 月，小鹏将第一批欧版 G3 交付给挪威用户，小鹏海外拓展是通过与当地经销商合作的方式。目前 G3 和 P7 已经开始交付挪威用户，小鹏从 2023 年开始，所有新车型都将推向海外市场，小鹏将以挪威为起点拓展更多的欧洲市场，小鹏计划到 2022 年完成海外的基础布局，2023 年通过多款搭载 XPilot 4.0 系统的车型进入加速发展期。

理想汽车联合创始人兼总裁沈亚楠透露，理想已经建立海外团队，研究市场渠道等问题。

我们认为，中国汽车行业已经进入电动车第二发展阶段：电动化+智能化，而欧洲传统巨头目前还仅仅停留在“电动化”转型上，其智能化水平落后于国内新势力车企，这也是大众 ID 系列在中国销量不及预期，在欧洲销量却很好的重要原因之一，但智能汽车作为全新的品类，其在欧洲市场的接受度还有待进一步验证。目前新势力出口海外还处于刚刚起步阶段，其面临的市场竞争环境也与国内不同，我们认为短期内新势力的海外销量不会有快速增长，新势力将更多地聚焦完成海外基础布局和品牌体系搭建方面。

五、投资建议

蔚来、小鹏和理想汽车具有典型的互联网基因，在汽车行业的打法颠覆传统模式。品牌定位中高端，在起步阶段能更好覆盖电池成本，同时也符合自主品牌向上发展的趋势。新能源汽车时代产品差异化塑造的核心逻辑发生转变，新势力很好的把握住这一转变机遇，通过挖掘汽车使用场景和智能化的打造，三家新势力都将自己的品牌打造出极具鲜明特征的品牌形象。蔚来品牌定位高端纯电，同时打造全场景的用户服务，小鹏主打“科技”和“智能”，自动驾驶全栈自研，同时又增加了“用户私人空间”这一差异化标签，理想增程式车型解决用户里程焦虑，同时聚焦家庭用车痛点。我们认为明显的标签化属性是三家新势力能够在众多新势力品牌中形成第一梯队的重要护城河之一。

头部造车新势力进入快速成长期。头部造车新势力已经完成从 0 到 1 的起步阶段，已经进入快速成长期，目前的发展水平还远落后于特斯拉。在快速成长阶段，其投放的产品能否迅速扩大规模成为其在未来竞争中胜出的关键因素。我们认为造车新势力目前的车型还较为有限，盈利来源比较单一，且短期来看这种情形还将持续，未来的研发投入将达到 65~70 亿的规模，短期内净亏损的局面可能不会得到改善。根据我们的测算，新势力达到盈亏平衡需要达到 800 亿左右的营收规模。

以清洁能源为基础的新一代智能汽车将是未来汽车行业的发展趋势，未来 3~5 年可能是中国汽车品牌超越外资品牌的唯一窗口期。以蔚来、小鹏、理想为首的造车新势力必须抓住这一宝贵的窗口期，扩大规模，放大优势，但新势力在扩大规模的过程中，还将面临许多考验，包括新品的市场认可程度、大规模交付时产品质量把控能力、为应对后续高投入的融资能力等等。近期多家主流自主品牌车企发布五年规划，五年目标规模在 300-400 万台之间，并意欲形成较全面的品牌梯队以覆盖各个价格带，在宝贵的窗口机遇期，迅速扩大规模成车企竞争的关键。目前来看，造车新势力面临从 1 到 N 的阶段，相当长时间内还将处于持续的高投入期，随着保有量的日趋扩大，还可能出现对品牌造成负面影响的黑天鹅事件。目前阶段我们更看好转型迅速且兼具规模效应及造血能力的龙头自主车企，龙头自主品牌近几年抓住产业转型机遇，品牌向上发力，量、价、盈利能力均迎来上升通道，龙头自主车企未来几年差异化的车型战略、组合拳式的新车型推出是目前造车新势力还不具备的能力。强烈推荐长城汽车（2333.HK），推荐吉利汽车（0175.HK），同时建议密切关注造车新势力的发展动态。

六、风险提示

- 1) 芯片等核心零部件短缺将直接影响公司的交付量；
- 2) 新势力目前规模有限，盈利来源单一，且高投入的状态还将持续，公司基本面可能会恶化；
- 3) 市场竞争加剧，新推出的车型销量不及预期；
- 4) 新势力面对大规模交付时对产品质量的把控能力还有待进一步检验；
- 5) 智能汽车政策监管趋紧，自动辅助驾驶系统造成用户出现伤亡事故影响公司品牌形象，自动驾驶系统用户激活率可能不及预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

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

行业投资评级：

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

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033