

蔚来汽车 (NIO.N)

蔚来进入冲刺年：智能化向上，价格带向下

蔚来：高端电动车市场先行者。蔚来汽车成立于2014年，定位豪华，现已推出中大型SUV ES8、中型SUV ES6、轿跑SUV EC6三款车型，2022年还将推出中大型轿车ET7、中型轿车ET5及待公布车型共计3款新车型。公司产品对标BBA及ModelS/X，现有车型售价均在30万元以上，其高端感在硬件配置、驾驶性能及配套服务上均有体现。

蔚来2021年交付91429台，同比增长109%。经过2019年的艰难、2020年的回转、2021年的蛰伏，蔚来望在2022年实现交付量和智能化的双重加速。

足够大的赛道，足够高远的目标。2021年12月新能源乘用车渗透率已超20%。我们预计2025年新能源乘用车渗透率达40%、新能源乘用车销量达880万台，纯电乘用车销量超790万台。

如此广袤的数万亿规模赛道中，蔚来是领跑的一员。作为国内唯一自研三电三智的电动车企，蔚来坐拥4600多条专利，长期致力于打造领先驾驶性能和智驾智舱体验。公司车型在同车型纯电车中月销量排名前三，印证其已在高端市场站稳脚跟。我们预计公司至2025年也可跻身50万年销量阵营。

蔚来冲刺2022：追赶智能化，下探产品线。2022年是新势力们正面相遇的一年：1)电动化方面，各家均在电池、充电、压铸等方面积极探索。2)智驾方面，蔚来NAD和小鹏XPILOT4.0迎来正面较量。3)定价方面，蔚来向下、小鹏向上，在30-40万价位相遇。蔚来望在2022年加速前进。

智能驾驶方面，NAD是蔚来基于全栈自动驾驶技术平台NT2.0推出的第一代自研智驾系统，搭载NIO AQUILA超感系统、NIO ADAM超算平台等豪华配置，有望通过硬件驱动软件，实现智能化跳跃式赶超，促进长期的软件变现。

量产方面，1)2022年蔚来将接连推出三款车型，包括ET7、ET5和一款待公布车型，其中ET5拥有高配置智驾、智舱及可观性价比，具爆款潜质。2)2024年后，公司望推出中低端副品牌，拥抱更大市场实现走量。我们预计，如果蔚来能够站稳高端、同时顺利下探，公司2025年交付量有望达到50万辆。

投资建议：我们预计公司2022-2025年销量约16/26/38/50万辆，总收入达619/992/1306/1655亿元，non-GAAP净利润率约-6%/-2%/1%/3%。

新车型一键三连、副品牌积极筹备、高阶智能驾驶落地，我们预计蔚来将在2022年迎来突飞猛进的阶段。结合竞品估值，我们给予其目标市值约775亿美元，对应约7.8x 2022e P/S，约合50美元目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、新品牌推进不及预期风险、上游零部件供应波动风险、负面舆情风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,825	16,258	35,723	61,878	99,163
增长率 yoy	58.0	107.8	119.7	73.2	60.3
归属普通股股东净利	-11,413	-5,611	-9,904	-5,025	-2,970
归属普通股股东净利率	-146%	-35%	-28%	-8%	-3%
Non-GAAP 净利润	-10,962	-5,117	-2,445	-3,703	-1,649
Non-GAAP 净利润率	-140%	-31%	-7%	-6%	-2%
P/S (倍)	37.6	18.1	8.2	4.7	3.0
P/B (倍)	-30.2	8.0	16.8	23.6	31.2

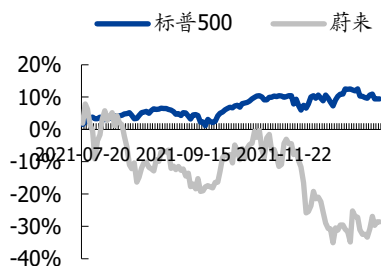
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为1月20日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	智能驾驶及制造
1月20日收盘价(美元)	29.10
总市值(百万美元)	46333
总股本(百万股)	1591
其中自由流通股(%)	84.3%
30日日均成交量(百万股)	32.1

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 刘澜

执业证书编号：S0680121090030

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 《小米三年展望：造车以外，利润更值得期待》2021-11-17
- 《百度：十年一刻终量产，智能驾驶闪耀时》2021-6-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4928	46207	51329	52143	50639
现金及现金等价物	863	38426	41760	41062	38429
短期投资净额	111	3951	3951	3951	3951
应收账款	1352	1124	1853	2616	2893
应收关联方款项	890	1082	2140	2890	3741
其他流动资产	1713	1625	1625	1625	1625
非流动资产	9654	8435	11561	14168	16386
固定资产	5533	4996	8122	10729	12947
资产使用权	1998	1350	1350	1350	1350
无形资产	2	1	1	1	1
长期投资	115	300	300	300	300
其他非流动资产	2006	1788	1788	1788	1788
资产总计	14582	54642	62890	66311	67024
流动负债	9499	13976	22680	28129	28814
短期借款	886	1550	1550	1550	1550
应付账款	3112	6368	8129	11432	10672
应付负债	4217	4604	11504	13646	15089
其他流动负债	1285	1454	1498	1500	1503
非流动负债	9905	8803	18253	21253	24253
长期借款	7155	5938	15388	18388	21388
其他非流动负债	2750	2865	2865	2865	2865
负债合计	19404	22780	40934	49383	53068
资本公积	40228	78880	78880	78880	78880
未分配利润	-46326	-51648	-61552	-66577	-69547
累计其他综合损益	-203	-65	-65	-65	-65
归母股东权益	-6300	27169	17265	12240	9271
少数股东权益	22	2	-0	-3	-5
可赎回非控股股东信息	1456	4691	4691	4691	4691
可赎回及权益总额	-4822	31862	21956	16929	13957
负债和权益总额	14582	54642	62890	66311	67024

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-8722	1951	-1157	1602	-33
净利润	-11287	-5299	-9904	-5025	-2970
固定资产折旧	1521	1546	1874	2693	3382
无形资产摊销	333	187	0	0	0
营运资金变动	805	4801	6873	3933	-446
其他经营现金流	-95	716	0	0	0
投资活动现金流	3382	-5071	-5000	-5300	-5600
资本开支	-1707	-1128	-5000	-5300	-5600
其他投资现金流	5089	-3943	0	0	0
筹资活动现金流	3095	41357	9450	3000	3000
短期借款	0	664	0	0	0
普通股增加	0	37525	0	0	0
其他筹资现金流	3095	3168	9450	3000	3000
现金净增加额	-2235	37555	3293	-698	-2633

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7825	16258	35723	61878	99163
营业成本	9024	14385	28994	50300	79576
毛利润	-1199	1873	6729	11577	19587
研发费用	4429	2488	4376	6271	7076
销售及管理费用	5452	3932	6228	10173	15173
其他经营性损益	0	-61	143	132	132
营业利润 (亏损)	-11079	-4608	-3732	-4734	-2530
财务收入	160	167	850	916	902
财务支出	371	426	853	988	1124
联营公司亏损	65	66	-49	60	60
其他非经营性收益	-209	-690	207	-13	-162
利润总额	-11288	-5298	-3308	-4747	-2692
所得税	0	1	-9	0	0
净利润	-11296	-5304	-3317	-4747	-2692
可赎回少数股东权益增益	127	312	6590	280	280
少数股东损益	9	5	2	2	2
归属普通股股东净利润	-11413	-5611	-9904	-5025	-2970
调整后归属普通股股东净利	-10962	-5117	-2445	-3703	-1649

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	58.0	107.8	119.7	73.2	60.3
营业利润 (%)	15.5	-58.4	-19.0	26.9	-46.6
Non-GAAP 归属普通股股东净利	22.4	-53.3	-52.2	51.5	-55.5
获利能力					
毛利率 (%)	-15.3	11.5	18.8	18.7	19.8
Non-GAAP 净利率 (%)	-140.1	-31.5	-6.8	-6.0	-1.7
ROE (%)	174.0	-18.8	-14.2	-30.3	-17.8
ROIC (%)	-407.3	-1197.8	160.8	89.0	308.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	133.1	41.7	65.1	74.5	79.2
净负债比率 (%)	-0.4	-135.7	-232.9	-322.8	-397.8
流动比率	0.5	3.3	2.3	1.9	1.8
速动比率	0.5	3.3	2.3	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	1.0	1.5
应收账款周转率	7.4	13.1	24.0	27.7	36.0
应付账款周转率	3.0	3.0	4.0	5.1	7.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-10.6	-4.3	-1.6	-2.4	-1.1
每股经营现金流 (最新摊薄)	-26.3	1.9	-1.0	1.0	-0.0
每股净资产 (最新摊薄)	-6.1	23.0	11.0	7.8	5.9
估值比率					
P/S	38	18	8	5	3
P/B	-30.2	8.0	16.8	23.6	31.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 1月20日收盘价

内容目录

1. 蔚来： 驶过曲折，驶入快车道	6
1.1 产品： 奠定豪华车基调，打造高端品牌形象	7
1.1.1 ES8： 定调高端，持续改善用户体验	8
1.1.2 ES6、EC6： 销量支柱，夯实豪华品牌认知	10
1.2 产能： 江淮代工，自建产能加速中	13
1.3 服务： 特别的爱，给特别的用户群体	14
1.3.1 可充可换可升级： 无可替代的便捷体验	14
1.3.2 售后及用户运营： 买车之外，也是买一种生活方式	16
2. 足够大的赛道，足够高远的目标	17
2.1 赛道： 预计 2025 年电动乘用车交付超 790 万台	17
2.2 蔚来： 我们的征途是星辰大海	20
2.2.1 电动化： 自研电机，追求领先驾驶性能	20
2.2.2 智能化： 路纵崎岖，亦不怕受磨炼	21
3. 蔚来冲刺 2022： 智能化向上，价格带向下	23
3.1 步入 2022，新势力正面相遇	23
3.1.1 电动： 技术创新，降本增续航	23
3.1.2 智能： 踏上 L3 级智能驾驶，展开软硬件军备竞赛	24
3.1.3 定价： 步入同一价格带	25
3.2 智驾： 从 NIO PILOT 到 NAD，前途光明而道路曲折	26
3.2.1 路线重启： 2020，从合作 NIO PILOT、到回归 NAD 自研	26
3.2.2 技术加速： 2022，硬件驱动软件，实现快速跃迁	27
3.2 定价： 从 NIO 到副品牌，高端做精低端走量	29
3.3.1 短期爆款： ET5 蓄势，向 Model 3 迈进	29
3.3.2 长期走量： 拓展副品牌，将电车开出五环	32
3.3.3 销量预测： 我们预计 2025 年销量有望达到 50 万辆	34
4. 盈利预测及估值	36
4.1 盈利预测	36
4.2 估值	39
附录	41
风险提示	43

图表目录

图表 1: 蔚来大事记.....	6
图表 2: 蔚来高管团队.....	7
图表 3: 蔚来车型一览: 现有及未来.....	7
图表 4: 蔚来汽车三款车型参数对比(按交付时间排序).....	8
图表 5: 2020年12月主流豪华车型销售均价.....	8
图表 6: 蔚来新款 ES8 外形.....	9
图表 7: 蔚来新款 ES8 内饰.....	9
图表 8: ES8 子车型主要区别为座位数/内饰及可选配部件.....	9
图表 9: ES8 及可对标竞品车型参数对比.....	10
图表 10: 蔚来 ES6 外形.....	11
图表 11: 蔚来 EC6 外形.....	11
图表 12: ES6/EC6 子车型主要区别为空气悬架、内饰及可选配部件.....	11
图表 13: ES6/EC6 可对标竞品车型参数对比.....	12
图表 14: 蔚来车型月销量.....	13
图表 15: 蔚来江淮工厂厂区.....	13
图表 16: 蔚来江淮工厂整车生产线.....	13
图表 17: 蔚来工厂产能详情.....	14
图表 18: 蔚来车主大多为 80 后.....	14
图表 19: 蔚来车主使用雪球、富途/老虎证券的比例高于其他车主.....	14
图表 20: 各新能源车企充电方式及设备数量对比.....	15
图表 21: 蔚来底盘换电示意图.....	15
图表 22: 中石化朝英站(蔚来二代换电站)示意图.....	15
图表 23: 以 ES6 为例: 基于换电设计, 拆解 BaaS 服务及电池升级服务收费模式.....	16
图表 24: NIO House 会议室.....	17
图表 25: NIO House 社交空间.....	17
图表 26: 政策端: 政策驱动 2020 年推动新能源车销量快速增长.....	18
图表 27: 产品端: 新能源汽车平均纯电续航里程持续提升.....	18
图表 28: 产品端: 2017 年来充电桩数量快速增长, 车桩比下降至 6.5.....	18
图表 29: 产品端: 2021 (预计) 纯电车型供给持续增加, 可选车型大幅增长.....	19
图表 30: 2020 年下半年后新能源汽车月销量增速大幅领先燃油车.....	19
图表 31: 新能源汽车渗透率快速提升.....	19
图表 32: 预测: 2025 年新能源乘用车渗透率或达 40%.....	20
图表 33: 预测: 2025 年电动乘用车交付或超 790 万台.....	20
图表 34: 蔚来 ES6/EC6 位居中型新能源 SUV 2021M9 销量 TOP2/3.....	20
图表 35: 蔚来 ES8 位居中大型新能源 SUV 2021M9 销量 TOP2.....	20
图表 36: 蔚来在造车新势力中自研程度领先.....	21
图表 37: 造车新势力智能驾驶系统发展时间轴.....	22
图表 38: 蔚来 2022 年将交付新一代自研的自动驾驶系统: NAD-NIO Autonomous Driving.....	22
图表 39: 特斯拉: CTC 技术.....	23
图表 40: 特斯拉: 一体压铸技术.....	23
图表 41: 新能源车新技术方向各车企布局情况.....	24
图表 42: 2022 年, 小鹏 XPILOT 3.5 拓展至城市场景.....	24

图表 43: 2022 年, 蔚来推出 NAD, 逐步实现各场景的全覆盖.....	24
图表 44: 小鹏 XPILOT 4.0 硬件配置.....	25
图表 45: 2022 年, 蔚来推出 NAD, 逐步实现各场景的全覆盖.....	25
图表 46: 新能源汽车主要车企车型/价格带/销量分布 (特斯拉 model3/Y 及上汽五菱宏观 MINI 销量均超过 3 万辆, 仅取其价格带定位)	25
图表 47: 造车新势力智能驾驶功能实现: 已落地版本.....	26
图表 48: 特斯拉及造车新势力: 自动驾驶芯片使用情况梳理.....	27
图表 49: 蔚来自动驾驶团队主要管理层.....	27
图表 50: 蔚来新一代自动驾驶系统: NAD	27
图表 51: 蔚来超感系统: NIO Aquila.....	28
图表 52: 蔚来超算平台: NIO Adam	28
图表 53: 蔚来 NAD: 超强硬件配置.....	28
图表 54: 造车新势力自动驾驶软件: 收费模式比较.....	29
图表 55: 蔚来 ET7 外观	30
图表 56: 蔚来 ET7 内饰	30
图表 57: ET7 及可对标竞品车型参数对比.....	30
图表 58: 蔚来 ET5 外观	31
图表 59: 蔚来 ET5 内饰	31
图表 60: ET5 及可对标竞品车型参数对比.....	31
图表 61: BBA 及沃尔沃亚太国产 30 万以上电动车型.....	32
图表 62: BBA 及沃尔沃亚太新能源转型战略.....	33
图表 63: 新国产 Model 3 及新款 Model S 性能参数对比.....	33
图表 64: 蔚来销量预测: 按车型 (辆).....	34
图表 65: 蔚来销量预测 (万辆)	34
图表 66: 公司核心预测: 年度.....	36
图表 67: NAD 订阅收入测算.....	37
图表 68: 特斯拉整车毛利率: 技术降低成本.....	38
图表 69: 特斯拉费用率: 随规模效应明显改善.....	38
图表 70: 公司核心预测: 季度.....	39
图表 71: 可比公司估值情况	40
图表 72: 蔚来汽车股权架构.....	41
图表 73: 公司历次融资事件	41
图表 74: 蔚来三大增值服务收费模式及服务内容	42

1. 蔚来： 驶过曲折， 驶入快车道

2014年11月25日，易车网创始人、后来的摩拜单车投资人、被誉为“出行赛道第一人”的李斌，成立了蔚来汽车。蔚来定位豪华车型高调起家，成立之初即组建蔚来车队参加并夺得国际汽联电动方程式世界锦标赛年度车手总冠军。2016年，蔚来推出EP9超跑，创造了纽伯格林 Nordschleife 全电动汽车圈速纪录，成为量产车最快圈速保持者。

2018年6月，蔚来交付六/七座旗舰高级智能 SUV ES8。2019年6月，蔚来交付五座高性能高级智能电动 SUV ES6。2020年9月，蔚来交付五座高级智能轿跑 SUV EC6。2021年，蔚来宣布将推出旗舰高级智能电动轿车 ET7、ET5 进军轿车市场，预计分别将于 2022年3月/9月交付。

图表 1: 蔚来大事记

时间	大事记
2014 11月	蔚来成立
2015 3月	蔚来车队获得国际汽联电动方程式锦标赛历史上首个车手总冠军
2016	4月 蔚来汽车与江淮汽车签订战略合作协议
	7月 蔚然动力科技有限公司成立，负责纯电动车变速器等新汽车零部件的研发与生产
	10月 获得加州自动驾驶汽车测试许可证
	4月 于上海车展展示 EP9 和 EVE
2018	11月 第一家 NIO House 在北京开设
	12月 举办第一届 NIO DAY: 正式发布 ES8、NIO Pilot、NIO Power
	4月 成为首批在北京获得自动驾驶车辆道路测试牌照的整车企业
	6月 六/七座旗舰高级智能 SUV ES8 完成首次交付
2019	9月 于纽交所挂牌上市，筹资 11.5 亿美元
	12月 NIODAY: 正式发布 ES6、ES8 6 座版
	3月 宣布取消上海建厂计划，继续和江淮汽车合作生产整车
2020	6月 正式交付高级智能电动 SUV ES6
	12月 NIODAY: 正式发布 EC6、100kWh 大电池及 ES8 改款车型
2021	2月 获合肥政府投资，蔚来汽车中国总部落户合肥
	8月 携手宁德时代等公司合资成立武汉蔚能电池；发布 BaaS 模式
2022	9月 正式交付智能轿跑 SUV EC6
	1月 2020 年 NIO DAY: 正式发布 ET7、NAD 平台
	4月 蔚来与中国石化签署战略合作协议，合作布局充换电设施
	5月 发布挪威战略，计划正式进入挪威市场
	10月 于挪威开启交付首款车型 ES8
	12月 正式宣布全面开放长续航电池包(100kWh)按月灵活升级服务
	12月 2021 年 NIO DAY:正式发布 ET5、全景数字座舱；预计 ET7 将于 2022 年 3 月底交付，ET5 于 2022 年 9 月交付

资料来源：公司官网、公司公告、国盛证券研究所

蔚来核心团队来自全球一流车企和互联网公司。蔚来汽车创始人李斌创业经历丰富：2000年创立易车网，2013年成立易车融资事业部、即易鑫的前身，2014年创立蔚来，2015年投资摩拜单车，在出行赛道、互联网营销等方面具备丰富的经验。目前蔚来汽车已拥有来自20多个国家和地区的车企高管，其中包括宝马、大众、福特、特斯拉在内的多家车企。高管涉及领域广，在汽车制造、设计、采购、物流、销售等方面均拥有丰富的经验。

图表 2: 蔚来高管团队

管理团队	背景	职位
李斌	创始人、CEO	连续创业者、易车网创始人、总裁
秦力洪	联合创始人、总裁	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
周欣	产品委员会主席	曾任 Qoros Automotive Co., Ltd. 担任执行董事
沈峰	质量委员会主席	曾任福特美国动力总成部门技术专家
奉玮	CFO	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

资料来源：公司官网、公司公告、国盛证券研究所

蔚来这一路并非坦途。2019年，蔚来走过至暗时刻：资金流紧张，ES8销量寥寥，ET7项目刚官宣即推迟，智能驾驶方面北美CEO伍丝丽和中国区庄丽相继离职。2019年末公司账上现金及现金等价物仅剩8.6亿。2020年4月，合肥市经济技术开发区出手，相关战略投资者向蔚来投资70亿，对当时的蔚来可谓雪中送炭。劫后重生的蔚来在2020年年中开始重启自动驾驶自研、也开始规划新的车型平台。2021年，李斌宣布蔚来将在2022年推出三款新车型，包括ET7、ET5、以及一款待公布车型。2021年7月，据36氪报道，蔚来已任命前Wework高管艾铁成担任战略新业务总裁，其将负责蔚来的中低端副品牌，于将来几年推出。未来的蔚来，将是各价格带车型迭出、自动驾驶快速跃进的新势力领军者。

图表 3: 蔚来车型一览：现有及未来

交付时间	车型	价位：万	介绍
2018年6月	ES8	46.8-56.6	六/七座旗舰高级智能SUV
2019年6月	ES6	35.8-46.8	五座高性能高级智能电动SUV
2020年9月	EC6	36.8-46.8	五座高级智能轿跑SUV
2022年3月	ET7	44.8-52.6	旗舰高级智能电动轿车
2022年9月	ET5	32.8-38.6	中型智能电动轿跑
2022年9月	一款待公布车型	/	
2023年	更多NIO车型		
2024年或以后	预计有副品牌		/

资料来源：天眼查、公司公告、腾讯新闻、国盛证券研究所

1.1 产品：奠定豪华车基调，打造高端品牌形象

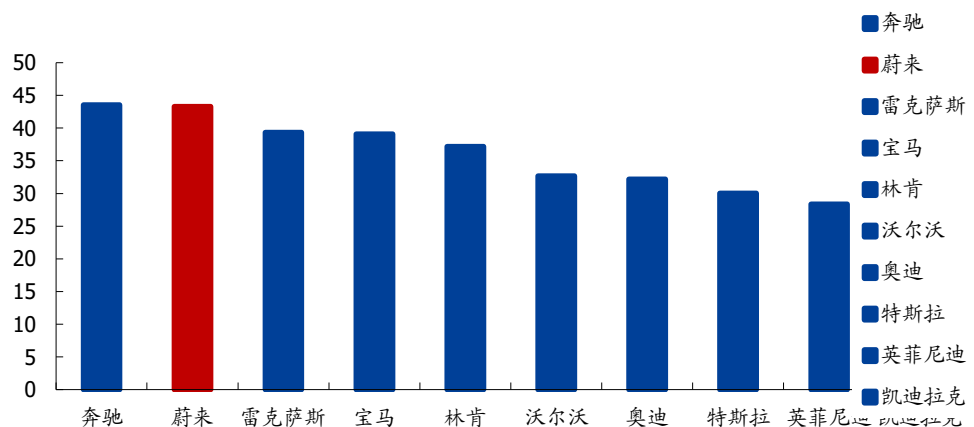
电动超跑EP9创造的各项赛道记录给了蔚来一个高调起步，之后第一款车ES8直接对标传统豪车品牌BBA，为高端品牌形象打下根基。ES6、EC6的推出，持续捍卫了公司的高端产品定位。据车家号数据，2021年5月，蔚来汽车的平均售价为43.3万元，仅次于奔驰（43.6万元），甚至高于雷克萨斯（39.3万元）、宝马（39.1万元）、林肯（37.2万元）、奥迪（32.2万元）等。公司已打入豪华品牌“俱乐部”。

图表4: 蔚来汽车三款车型参数对比(按交付时间排序)

具体参数	ES8 7座	ES6	ES8 6座	EC6	ET7
交付时间	2018年5月	2019年6月	2020年4月	2020年9月	2022年Q1
售价(万)	46.8-55.8	35.8-46.8	47.6-56.6	36.8-46.8	44.8-52.6
定位	中大型SUV	中型SUV	中大型SUV	轿跑SUV	中大型轿车
轴距(mm)	3010	3010	3010	2900	3060
续航里程(km)	415-580	455-610	415-580	455-615	500-1000

资料来源: 公司官网、国盛证券研究

图表5: 2021年5月主流豪华车型销售均价(万元)



资料来源: 车家号、中汽中心、国盛证券研究所

1.1.1 ES8: 定调高端, 持续改善用户体验

ES8 作为蔚来推出的首款车型, 定位为豪华中大型 SUV, 价格带锚定 40-60 万区间, 从车型级别来看, 竞品车型有奥迪 etron、特斯拉 model X 等。

为体现产品的豪华感, 蔚来主要在三方面下功夫:

- 1) 硬件配置: 铝制车身、空气悬架、意大利 Brembo 刹车、大面积优质皮质内饰, 对标的是传统燃油车 80 万元以上的硬件。
- 2) 驾驶性能: 2018 年推出时为 67kwh 电池, 续航为 350km, 2020 年已可选配 100kwh 电池, 续航达到 580 公里, 双大功率电机配置, 百公里加速为 4.9 秒, 性能上对标价格接近百万的 Model X。
- 3) 配套服务: 终身免费换电、终身免费维保、一键加电服务、NIO house 共享空间使用权等, 蔚来定义了汽车的“高端售后服务”。

4)

图表 6: 蔚来新款 ES8 外形



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 7: 蔚来新款 ES8 内饰



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

ES8 于 2018 年 6 月正式交付, 作为蔚来第一款车, 不可避免存在一些缺点, 包括续航短、软件 BUG 多、隔音较差、滤震效果差、能量回收问题等, 因此销量表现有所波动。但此后公司对于产品性能持续改进, 2020 年 4 月新款 ES8 配置升级达 180 多项, 包括续航提升、更换前电机、更换热泵空调系统, 也加快了软硬件升级的频率。新款推出后, ES8 车型快速增长, 12 月单月销量达 2782 辆。

图表 8: ES8 子车型主要区别为座位数/内饰及可选配部件

	六座版	七座版	签名版 六座	签名版 七座
售价 (万)	47.6	46.8	56.6	55.8
座位数	6	7	6	7
定位	中大型 SUV			
尺寸 (mm)	5022*1962*1756			
轴距 (mm)	3010			
车型定位	19 英寸	19 英寸	20 英寸	20 英寸
轮圈尺寸	19 英寸	19 英寸	20 英寸	20 英寸
个性签名设计套装	选装	选装	标配	标配
乐享套装 (方向盘加热等)	选装	选装	标配	标配
增强显示套装 (增强平视显示等)	选装	选装	标配	标配
超纤维顶棚	选装	选装	标配	标配
新能源性能				
电池容量 (kWh)	100			
续航里程 (km)	580			
电机最大总功率 (kW)	400			
百公里加速	4.9			
快充时间	0.8			
自动驾驶性能	NIO Pilot 自动辅助驾驶全配包	选装	选装	标配
	系统			标配
	自动驾驶芯片			NIO PILOT
	激光雷达			Mobileye EyeQ4
	摄像头			-
	其他传感器			7 个摄像头
				5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达

	传感器总数	24			
	高精地图	百度			
	系统	NIO OS, 即 ASPEN			
智能座舱	座舱芯片	NVIDIA Parker			
	NOMI Mate 机器人	选装	选装	标配	标配

资料来源: 公司官网、汽车之家、国盛证券研究所

图表 9: ES8 及可对标竞品车型参数对比

参数大类	细分项目	蔚来 ES8 580KM 签名版	奥迪 etron quattro 臻选型	Model X 全轮驱动版
车型定位	厂家指导价 (万)	62.4	72.98	93.99
	定位	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV
	尺寸 (mm)	5022*1962*1756	4901*1935*1640	5037*2070*1684
	轴距 (mm)	3010	2928	2965
新能源性能	电池容量 (kWh)	100	95	670
	续航里程 (km)	580	500	560
	电机最大总功率 (kW)	400	300	493
	百公里加速	4.9	5.7	3.9
	快充时间	0.8	0.67	1
自动驾驶性能 (最高配)	系统	NIO PILOT	-	HW 3.0
	自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4	-	FSD 自研芯片
	摄像头	7 个摄像头	-	8 个摄像头
		5 个毫米波雷达+12 个超声	-	1 个毫米波雷达+12 个
	其他传感器	波雷达	-	超声波传感器+高精定
				位
智能座舱 (最高配)	传感器总数	24	-	22
	高精地图	百度		
智能座舱 (最高配)	系统	NIO OS	Dlink 3.0	无
	座舱芯片	NVIDIA Parker	-	AMD Ryzen

资料来源: 公司官网、汽车之家、国盛证券研究所

1.1.2 ES6、EC6: 销量支柱, 夯实豪华品牌认知

蔚来 ES6 是蔚来汽车的第二款量产车, 车型为中型纯电 SUV, 于 2019 年 6 月正式交付, 75kWh 电池版本售价为 35.8-52.6 万元。和 ES8 相比, 由于车型更小, ES6 在价格带上约下降 10 万元, 同时在延续 ES8 高端定位及豪华产品标准时, 还做了以下改进, 进一步提升整车性价比:

- 1) 电机: 与 ES8 标配永磁异步电机不同, ES6 基准版采用前后两个永磁同步电机, 其他版本采用永磁同步电机+后异步电机的搭配, 实现了性能和续航的平衡。
- 2) 电池: 蔚来 ES8 上市时间较早, 初代搭载的三元锂电池能量密度只有 135.65Wh/kg, 而蔚来 ES6 搭载的三元锂电池能力密度达到了 170Wh/kg, 进一步提升续航。

图表 10: 蔚来 ES6 外形



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 11: 蔚来 EC6 外形



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

EC6 作为 ES6 的姐妹车型, 在 2020 年 9 月正式交付, 其定位为“高性能轿跑 SUV”, 与 ES6 相比采用溜背设计更为运动, 同时由于车身重量更轻, 百公里加速也有相应提升。由于定位中型车这一更大市场, 同时产品设计更加成熟, 两款产品推出之后销量呈稳步上升趋势, 2021 年 12 月销量已分别达 4939/2768 辆, 为蔚来的销量支柱。

图表 12: ES6/EC6 子车型主要区别为空气悬架、内饰及可选配部件

	ES6			EC6		
	运动版	性能版	签名版	运动版	性能版	签名版
售价 (万)	35.8	39.8	46.8	36.8	40.8	46.8
定位	中型 SUV			中型 SUV		
尺寸 (mm)	4850*1965*1758	4850*1965*1731		4850*1965*1731	4850*1965*1714	
轴距 (mm)	2900			2900		
主动式空气悬架	-	有	有	-	有	有
车型定位	19 英寸	19 英寸	20 英寸	19 英寸	19 英寸	20 英寸
轮圈尺寸	19 英寸	19 英寸	20 英寸	19 英寸	19 英寸	20 英寸
个性签名设计套装	选装	选装	标配	选装	选装	标配
乐享套装 (方向盘加热等)	选装	选装	标配	选装	选装	标配
增强显示套装 (增强平视显示等)	选装	选装	标配	选装	选装	标配
电池容量 (kWh)	75			75		
续航里程 (km)	455	465		455	465	
电机最大总功率 (kW)	320	400		320	400	
百公里加速	5.6	4.7		5.4	4.5	
快充时间	0.8			0.8		
系统	NIO PILOT			NIO PILOT		
自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4			Mobileye EyeQ4		
激光雷达	-			-		
摄像头	7 个摄像头			7 个摄像头		
其他传感器	5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达			5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达		
传感器总数	24			24		
高精地图	百度			百度		

智能座舱 (最高配)	NIO Pilot 自动辅助驾驶	选装	选装	标配	选装	选装	标配
	全配包						
	系统 座舱芯片		NIO OS NVIDIA Parker		NIO OS NVIDIA Parker		
	NOMI Mate 机器人	选装	选装	标配	选装	选装	标配

资料来源: 公司官网、汽车之家、国盛证券研究所

图表 13: ES6/EC6 可对标竞品车型参数对比

参数大类	细分项目	EC6 615 KM 签名版	ES6 610 KM 签名版	MODEL Y 高性能版	比亚迪 唐 EV 创世旗舰型
车型定位	售价(万)	52.6	52.6	38.79	31.48
	定位	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
	尺寸(mm)	4850*1965*1714	4850*1965*1731	4750*1921*1624	4870*1950*1725
	轴距(mm)	2900	2900	2890	2820
新能源性能	电池容量(kWh)	100	100	76.8	86.4
	续航里程(km)	615	610	505	505
	电机最大总功率(kW)	400	400	357	380
	百公里加速	4.5	4.7	3.7	4.4
	快充时间	0.8	0.8	1	0.5
自动驾驶性能 (最高配)	系统	NIO PILOT	NIO PILOT	HW 3.0	DiPilot
	自动驾驶芯片	Mobileye EyeQ4	Mobileye EyeQ4	FSD 自研芯片	-
	激光雷达	-	-	-	-
	摄像头	7个摄像头	7个摄像头	8个摄像头	-
	其他传感器	5个毫米波雷达+12个超声波雷达	5个毫米波雷达+12个超声波雷达	1个毫米波雷达+12个超声波传感器+高精定位	-
	传感器总数	24	24	22	-
	高精地图	-	-	无	-
智能座舱 (最高配)	系统 座舱芯片	NIO OS NVIDIA Parker	NIO OS NVIDIA Parker	Intel A3950	Dlink 3.0 -

资料来源: 公司官网、汽车之家、国盛证券研究所

图表 14: 蔚来车型月销量



资料来源：公司公告、盖世汽车、国盛证券研究所

1.2 产能：江淮代工，自建产能加速中

蔚来当前主要产能依托江淮汽车合肥代工厂。2016年4月，蔚来汽车与江淮汽车签署了《制造合作框架协议》，江淮汽车为蔚来单独划片建厂，并建立了全铝车身生产线。随着蔚来销量提升，江淮工厂的产能配套也提前进行升级，预计2021年年底年产能可大幅提升至24万台，如果进行双班生产，可提升至30万台。蔚来与江淮汽车的制造合同已续签至2024年，江淮汽车将继续生产ES8、ES6、EC6、ET7和可能的其他蔚来车型。

图表 15: 蔚来江淮工厂厂区



资料来源：公司公众号、国盛证券研究所

图表 16: 蔚来江淮工厂整车生产线



资料来源：公司公众号、国盛证券研究所

除江淮汽车代工厂以外，公司另一大主力自建产能正在建设中。公司与合肥市政府共同打造新桥产业园，合肥市政府主要负责园区建设等重资产投入。园区远期规划总整车产能100万辆/年，电池产能100GWh/年，年总产值5000亿元人民币。据合肥市政府披露的产业园一期招投标方案，一期总承包建设合同额18.9亿元，预计于2022年年中完成建设，同时据蔚来Q3业绩会披露，一期工厂将于2022年Q3投入使用，为公司长期生产提供坚实支撑。

图表 17: 蔚来工厂产能详情

	合肥江淮汽车工厂	合肥新桥产业园
类别	代工	与合肥市政府共建
产能	年产能 24 万辆/双班 30 万辆	长期 100 万辆
生产车型	ES8/ES6/EC6/ET7	
预计投产时间	产能升级年底完成	2022 年 Q3

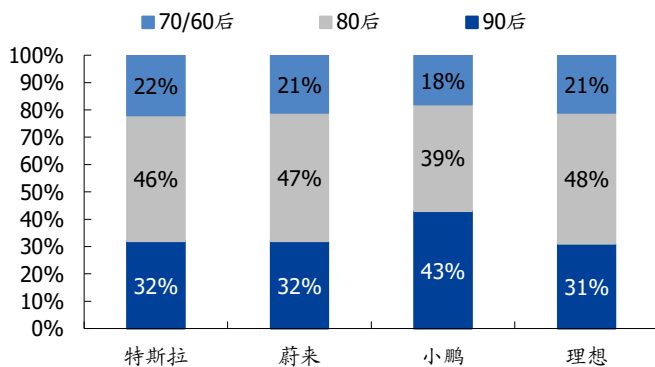
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1.3 服务: 特别的爱, 给特别的用户群体

从用户画像可看出, 蔚来车主更多是有一定经济基础、甚至财富较为自由的 80 后。据隐马数研, 30-40 岁的用户群体占蔚来比重为 47%, 接近一半, 同时蔚来车主使用雪球、富途证券等投资类软件的积极性高于其他车主, 显示出一定的经济实力和投资主动性。

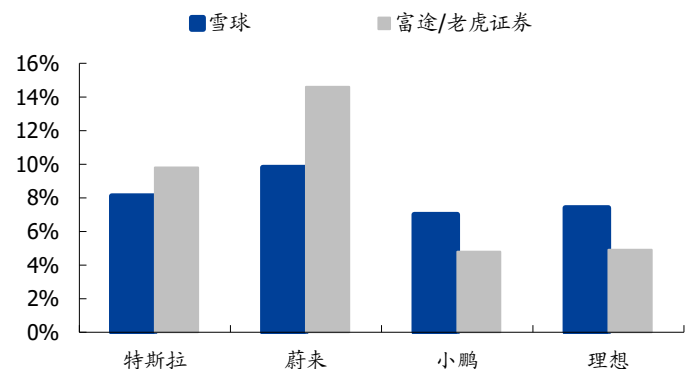
与其他车企不同, 针对高净值、偏重品质的车主群体, 蔚来在车以外的环节下了极大功夫, 从补能、售后及用户运营三大维度, 为蔚来车主提供了一个超长服务链。“与用户共同成长, 将蔚来真正打造成一家用户企业。”这是李斌在蔚来 IPO 招股书致股东信中立下的郑重承诺, 也是蔚来积累至今的核心竞争力。

图表 18: 蔚来车主大多为 80 后



资料来源: 隐马数研、国盛证券研究所

图表 19: 蔚来车主使用雪球、富途/老虎证券的比例高于其他车主



资料来源: 隐马数研、国盛证券研究所

1.3.1 可充可换可升级: 无可替代的便捷体验

和其他新能源车企将“超充”作为解决用户补能焦虑的技术路径不同, 蔚来选择了独一无二的“可充可换可升级”。

图表 20: 各新能源车企充电方式及设备数量对比

	蔚来	小鹏	理想	特斯拉
家用充电桩	√	√	√	√
自建超级充电站	605	817	-	1000
第三方充电桩	45 万根	签约联行科技, 合作总数 20 万根 (截至 2020 年 1 月)	-	-
换电站	777	-	-	-
增程式发电	-	-	√	-
免费充电额度	每年 1000 度或每月 4/6 次免费换电	不同车型每年 1000-3000 度	-	-

资料来源: 各公司官网、国盛证券研究所。注: 除第三方充电桩数据, 小鹏数据截至 2022 年 1 月 18 日, 蔚来数据截至 2021 年 12 月 31 日, 特斯拉数据截至 2021 年 11 月 16 日

蔚来的换电模式由三部分构成:

- 1) 车端: 所有车型设计之初就考虑到电池可替换性, 电池大小和拆卸方式将统一。目前蔚来的电池规格主要有 75kwh 和 100kwh 两种。
- 2) 换电站端: 蔚来二代换电站占地约 4 个车位, 拥有电池 13 块, 可以实现车辆自动泊入、自动换电, 整个换电时间为四分半, 同时车主无需下车。

截至 2021 年 12 月 18 日, 公司已建成 733 座换电站, 覆盖绝大部分用户。公司计划至 2025 年, 全球换电站数量达到 4000 座。其中 2022-2025 年, 在中国每年新建 600 座换电站, 海外共建 1000 座换电站。同时公司已成为中石化“2025 年之前建设 5000 座智能充换电站”战略的合作伙伴之一, 4 月 15 日中石化朝英站正式落成, 正是蔚来二代换电站。

- 3) 用户端: 蔚来承诺为车主提供终身免费换电额度, 额度为一个月 6 次(不配置充电桩)或一个月 4 次(配置充电桩), 超出后按 180 元/次计费或可按积分抵扣。

图表 21: 蔚来底盘换电示意图



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 22: 中石化朝英站(蔚来二代换电站)示意图



资料来源: 新浪新闻、国盛证券研究所

换电模式对车主的吸引力主要体现在两大方面:

- 1) 五分钟补能的便捷: 蔚来二代换电站已经能够为车主提供 5 分钟自动换电服务, 体验感甚至强于加油。同时公司换电站密度还在快速提升, 未来换电便捷度还将持续增强。

此外, NIO Power 充电体系还包括超充及一键加电服务, 在现有技术水平上将用

户里程焦虑降到最低。在补能方面，蔚来的便捷性可以说无可替代。

- 2) 电池升级的便捷：基于换电设计，蔚来用户可以实现永久或临时的电池升级。
 - i) 永久升级：以 ES6 为例，用户可以花费 5.8 万将原有 75kwh 电池升级为 100kwh 电池，未来或可进一步升级至 150kwh 的电池。一方面增强续航体验，另一方面在电池技术高速迭代的今天确保整车价值不会因为电池技术落伍而下降。
 - ii) 灵活升级：2021 年 12 月，蔚来正式向用户推出电池灵活升级服务，无论此前有没有使用 BaaS 电池租用服务，都可以月租模式灵活租用更大容量电池，以满足偶尔的长途旅行需求。

图表 23: 以 ES6 为例：基于换电设计，拆解 BaaS 服务及电池升级服务收费模式

租用 75kwh 电池包			租用 100kwh 电池包		
原购车价 (配套 75kwh 电池)	租后购车价 (-7 万)	月租费	原购车价 (配套 100kwh 电池)	租后购车价 (-12.8 万)	月租费
38.18 万元 (含补贴)	31.18 万元	980 元	43.9 万元 (含补贴)	31 万	1480 元
灵活升级服务	临时升级 100kwh 电池包	永久升级 100kwh 电 池包			
BaaS 用户灵活升级	原月租上+880 元/月， 或+7980/年	原月租上+500 元/月			
非 BaaS 用户灵活升级	880 元/月，7980/年	58000 元			

资料来源：公司官网、新浪新闻、国盛证券研究所

1.3.2 售后及用户运营：买车之外，也是买一种生活方式

蔚来的用户服务体系囊括了质保、充电、年检、养护、救援等等几乎全用车场景。

- 1) 免费基本权益：蔚来给予首任车主“免费终身质保”“免费终身道路救援”、“终身免费车联网”三大基本权益。此外，蔚来车主享有的权益还包括终身免费异地加电，每年加电上限为 12 次。
- 2) 三大增值服务：蔚来目前推出“服务无忧”、“保险无忧”、“能量无忧”推出三项极具性价比的增值服务。
 - i) “服务无忧”及“保险无忧”围绕用户保险、维修、年检代办等用车场景设计。以维修服务为例，当用户有维保需求时，只需打开 APP 一键呼叫，即有专员上门取车或就地维修。如果需要送到服务中心维修，维保过程将在 APP 中实时显示。由于公司原因致维修时间超 24 小时，将提供同级别代步车。整套维修流程省去了客户不必要的参与，让其享受真正“无忧”“无感”的用户体验。
 - ii) “能量无忧”则主要为一键加电服务。蔚来车主通过 NIO App 下单后即可离开，蔚来道路服务专员将会上门取送车辆并代客加电，亦或由充电车到达现场提供加电服务。
- 3) 用户活动运营：通过线上线下的活动，持续强化用户的品牌认同感。
 - i) NIO House 搭建了专属蔚来车主的生活方式。蔚来的体验店“NIO House”和其他品牌差异化的点在于，它不光拥有样车展厅，还有一层宽阔舒适

装修精美的空间供蔚来车主进行休闲、社交甚至办公。NIO House 建立了独属于蔚来及其用户的社交生态，增强了车主粘性和品牌认同感。

图表 24: NIO House 会议室



资料来源：公司官网。国盛证券研究所

图表 25: NIO House 社交空间



资料来源：公司公众号、国盛证券研究所

- ii) NIO Day 是以车主为核心的大型聚会。和其他车企的新品发布会不同，NIO Day 的主角除了新产品和新科技，还有用户，整场活动的选址和流程的策划都由用户自己策划。2021 年 NIO Day，除去活动组织与节目编排，活动会场外现场还有 450 人的蔚来车主志愿者队伍进行接送站等引导，用户对于品牌和彼此之间的认同感可见一斑。
- iii) 线上社群运营：APP 线上社区是公司为用户高频接触的场所以，蔚来引入“积分”与“蔚来值”鼓励用户进行交流反馈，以便营造社群氛围，体察用户需求。积分可通过发帖、投票等活动获得，可以用于购买蔚来的周边商品、借用 NIOHouse 举办活动等；蔚来值则能增加车主的影响力、活动决策权，从而增加对线下活动的参与。蔚来还开创了独有的“车主福利合伙人”模式，通过积分发放去鼓励车主之间共享资源，如成立行业社群、线下门店消费折扣等。

2. 足够大的赛道，足够高远的目标

2.1 赛道：预计 2025 年电动乘用车交付超 790 万台

我们判断，政策端的支持、产品端的迭代共同驱动了新能源车的快速增长：

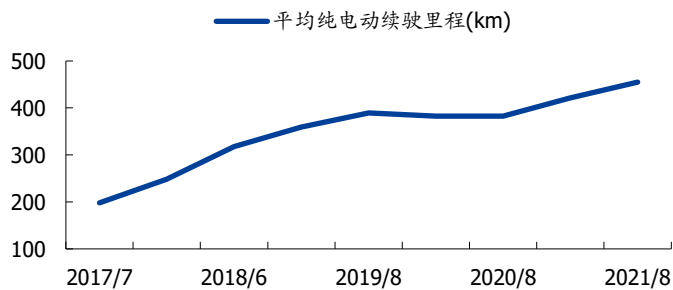
- 1) 政策端，以碳中和战略、产业发展规划为纲，双积分政策、财政补贴及税收优惠等具体措施给予行业发展充足动能。
- 2) 产品端，消费者受到充电焦虑缓解、可选车型大幅增加、智能体验提升三重刺激，购车积极性持续提升。

图表 26: 政策端: 政策驱动 2020 年推动新能源车销量快速增长

	发布时间	相关部门	政策名称	具体细节	
中长期政策框架	2020/9	-	碳达峰、碳中和	习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话, 表明中国将提高国家自主贡献力度, 采取更加有力的政策和措施, 二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和。	
	2020/10	国务院办公厅	《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》	1) 2025 年新能源汽车新车销量占比达到 20% 左右; 2) 到 2025 年, 我国将实现纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0kWh/100km, 插电式混合动力 (含增程式) 乘用车新车平均油耗至 2.0L/100km; 3) 完善充换电、加氢基础设施建设; 4) 放宽市场准入、完善双积分政策等。	
短期具体措施	财政补贴	2020/4	财政部、工信部、科技部、发改委	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限从 2020 年底延长至 2022 年底
	税收优惠	2020/4	财政部、税务总局、工信部	《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》	自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日, 对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
	双积分	2020/6	工信部	《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》	明确了 2021-2023 年新能源汽车积分比例分别为 14%、16%、18%, 2021 至 2023 年逐步提高低油耗车型核算优惠力度, 从 0.5 倍、0.3 倍逐步过渡到 0.2 倍。

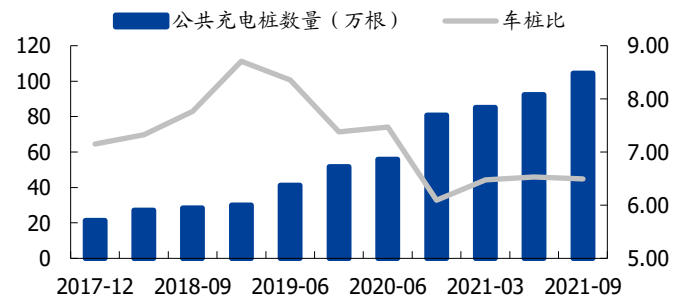
资料来源: 工信部、财政部、新浪新闻、国盛证券研究所

图表 27: 产品端: 新能源汽车平均纯电续航里程持续提升



资料来源: 工信部《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》、国盛证券研究所

图表 28: 产品端: 2017 年来充电桩数量快速增长, 车桩比下降至 6.5



资料来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟、公安部、国盛证券研究所

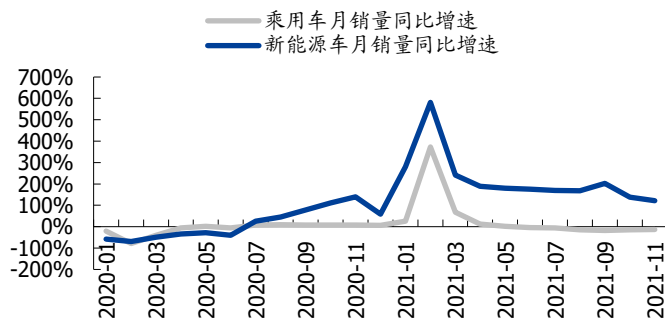
图表 29: 产品端: 2021 (预计) 纯电车型供给持续增加, 可选车型大幅增长

年份	车型	销量	年份	车型	销量
2019	北汽新能源 EU 系列	111125	2021 1-9	宏光 MINI EV	286038
	比亚迪元 EV	61551		Model 3	187730
	宝骏新能源	48098		Model Y	107276
	奇瑞 eQ	39401		汉 EV	58580
	比亚迪 e5	32929		奔奔 EV	53205
	广汽新能源 Aion S	32493		奇瑞 eQ	50138
	荣威 Ei5	30546		AION S	47526
	欧拉 R1	28498		欧拉黑猫	47087
	帝豪 EV	28447		小鹏 P7	39227
	北汽 EC 系列	26428		科莱威	35499
2020	特斯拉 Model 3	135449	哪吒 V	32161	
	五菱宏光 MINI EV	119255	秦 PLUS BEV	30648	
	欧拉黑猫	46774	蔚来 ES6	29294	
	广汽新能源 Aion S	45626	零跑 T03	26955	
	比亚迪秦 EV	41621	欧拉好猫	23546	
	比亚迪汉	40556	比亚迪 e2	23266	
	奇瑞 eQ1	38249	蔚来 EC6	22734	
	宝马 5 系新能源	25694	思皓 E10X	19817	
	宝骏 E100	21144	元 EV	19797	
	比亚迪 e2	19616	小鹏 G3	19589	
			广汽 Aion Y	18672	

资料来源: 盖世汽车、国盛证券研究所 (所选为年销量超 20000 辆的纯电车型)

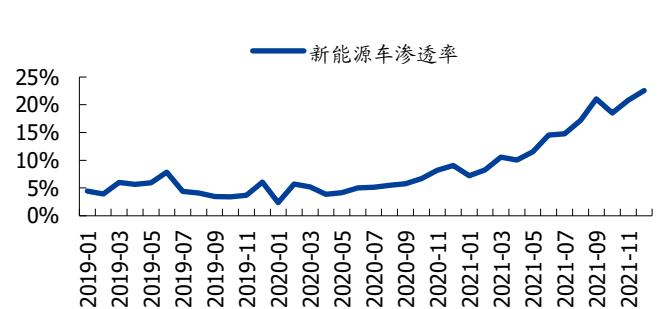
随着政策端和产品端的共同驱动, 2020 年年中后, 在传统燃油车表现相对较弱的情况下, 新能源车市场高速增长。据乘联会数据, 截至 2021 年 11 月, 新能源车月度销售渗透率已经达到 20%, 已经达到工信部在《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》中拟定的 2025 年新能源车渗透率 20% 的目标。

图表 30: 2020 年下半年后新能源汽车月销量增速大幅领先燃油车



资料来源: 乘联会、国盛证券研究所

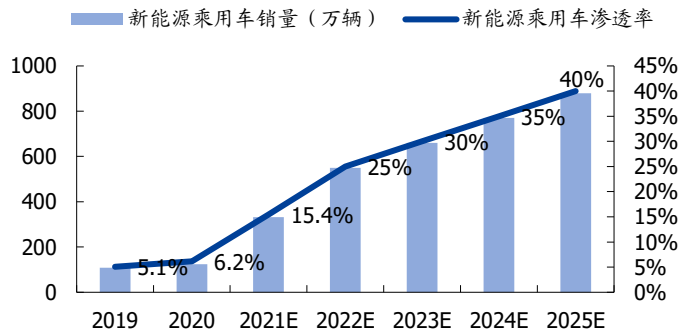
图表 31: 新能源汽车渗透率快速提升



资料来源: 乘联会、国盛证券研究所

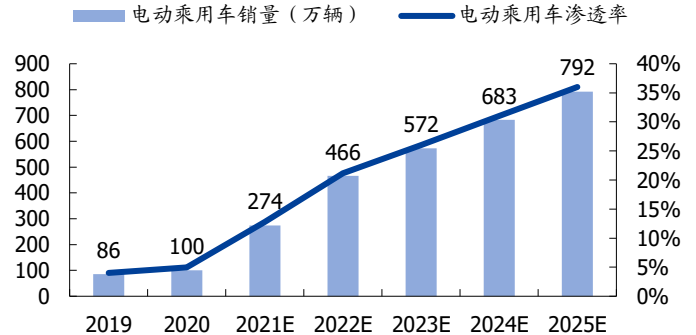
我们预计，随着用户需求和认可的提升、新势力和传统车企们对新能源车投入的增加、包括2024年后小米百度等科技公司造车的落地，2025年新能源乘用车销售渗透率有望达到40%，新能源乘用车销量预期将达880万辆。假设纯电动汽车占新能源车比重约90%，2025年纯电动乘用车销量将达790万辆。

图表 32: 预测: 2025 年新能源乘用车渗透率或达 40%



资料来源: 中汽协、国盛证券研究所

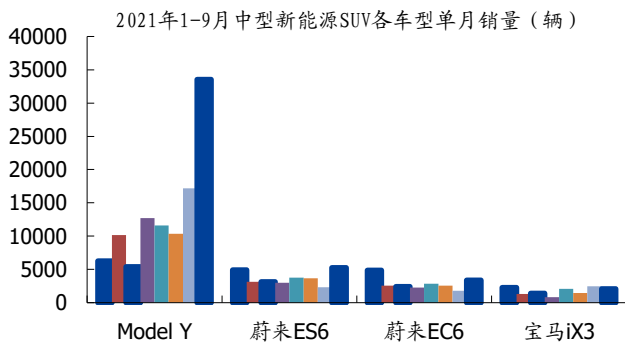
图表 33: 预测: 2025 年电动乘用车交付或超 790 万台



资料来源: 中汽协、国盛证券研究所

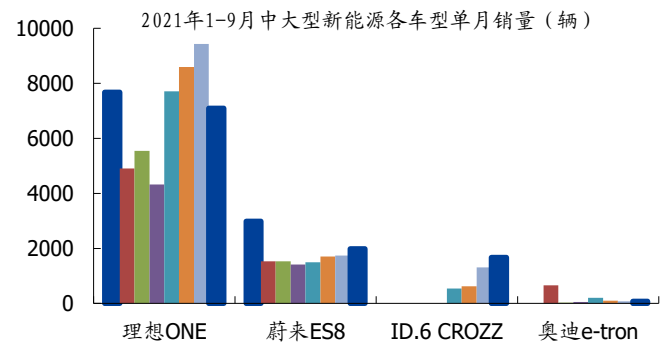
2.2 蔚来: 我们的征途是星辰大海

图表 34: 蔚来 ES6/EC6 位居中型新能源 SUV 2021M9 销量 TOP2/3



资料来源: 盖世汽车、国盛证券研究所

图表 35: 蔚来 ES8 位居中大型新能源 SUV 2021M9 销量 TOP2



资料来源: 盖世汽车、国盛证券研究所

在众多的电动车入局者中，蔚来颇有竞争力。其同车型纯电车中月销量排名前三，印证其已在高端市场站稳脚跟。我们看到，不论在电动化还是智能化方面，蔚来均秉持长期主义战略，确立自研路线，树立了高远的目标。长期而又坚定的自研技术投入，让蔚来在智能电动车的竞争中可以持续保持领先。

2.2.1 电动化: 自研电机, 追求领先驾驶性能

电动汽车核心三电系统包括动力电池、电驱及电控。按自研程度排序，除了特斯拉以外，国内则蔚来领先、小鹏次之。

- 1) 电池电芯方面，蔚来、小鹏及理想已有车型皆与宁德时代合作，并依据不同车型及不同里程需求选取磷酸铁锂或三元锂技术方向。
- 2) 电驱电控方面，蔚来自研水平在造车新势力中领先。具有超跑基因的蔚来对于驾

驶性能的追求极高，它从成立之初就坚持自研自产电机，也是目前新势力中唯一使用自产电机的公司，其通过全资子公司蔚然动力研发与制造车用电机和电控系统。核心产品包括感应电驱动系统、永磁电驱动系统、电机控制器以及 ESS 储能系统。

公司当前采用的是 160kw 前永磁+240kw 后感应电驱动系统，双电机系统能够将百米加速提升至 5 秒以内，而 ET7 还将搭载 180kw 的永磁和 300kw 的感应电驱动系统，总功率达到 480kw，百公里加速进一步提升至 3.9 秒，与特斯拉、比亚迪汉、广汽埃安及高合汽车一起加入“三秒俱乐部”。

图表 36: 蔚来在造车新势力中自研程度领先

	电池			电驱			电控		整车平台	自动驾驶系统	智能座舱系统
	电芯	电池包	BMS	电机	逆变器	三合一集成	整车控制器	整车架构			
特斯拉	合作	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研平台 (纯电)	自研 HW 系统	自研数字座舱系统
蔚来	合作	合作	自研	自研	自研	自研	自研	自研	NP A/B/C (纯电)	NIO PILOT/ 自研 NAD 系统	自研 NIO OS 系统
小鹏	合作	合作	自研	合作	合作	自研	合作	自研	David/Edward 平台 (纯电)	自研 XPiLOT 系统	自研 Xmart OS 系统
理想	合作	/	自研	合作	合作	/	/	自研		自研 AD 辅助驾驶系统	/
比亚迪	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研	e 平台 3.0 (纯电)、DM-i 平台 (混动)	2021 年 11 月与 momenta 合资成立迪派智行	自研 DiLink 系统
吉利	合作	合作	自研	合作	合作	合作	自研	自研	SEA (纯电)	子公司路特斯和 Momenta 合资成立路特斯机器人	子公司亿咖通，自研车联网芯片及系统
长城	合作 & 自研	合作 & 自研	自研	合作	合作	自研	自研	自研	ME 平台 (纯电) / 长城柠檬、坦克 (混动)	2020 年底研发“咖啡智驾”，与华为及高通分别合作	2020 年底研发“咖啡智驾”，与华为及高通分别合作
北汽新能源	合作	合作	自研	合作 & 自研	自研	自研	自研	自研	蓝谷 BE21 平台 (纯电)	与华为合作共同推出车型极狐阿尔法	与华为合作
广汽新能源	合作 & 自研	合作 & 自研	自研	合作	合作	自研	自研	自研	GEP 2.0 (纯电)	与华为合作共同开发新车型	自研 ADiGO 系统
上汽新能源	合作 & 自研	合作 & 自研	自研	合作	合作	自研	自研	自研	E1 (非纯电)，纯电 E2 预计 2022 年推出	2015 年与阿里合资成立斑马智行	自研 IBCM 系统

资料来源: 各公司官网、汽车之家、新浪新闻、国盛证券研究所

2.2.2 智能化: 路纵崎岖, 亦不怕受磨炼

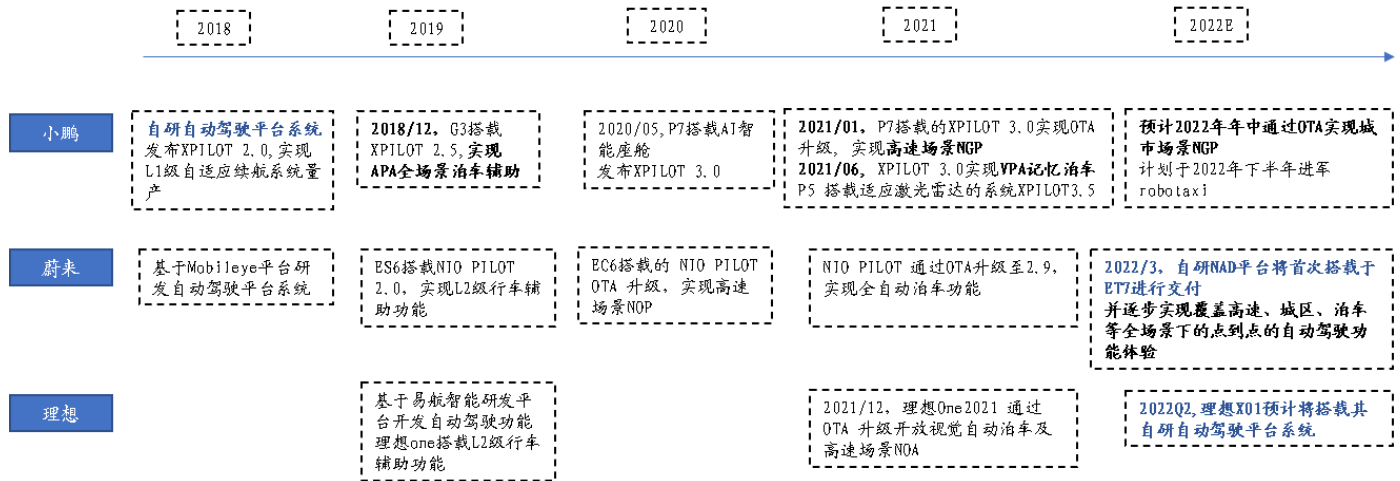
前期, 蔚来在自动驾驶的技术路线上针对是否自研, 有过一些波折和调整:

- 1) **成立初期, 蔚来采取自研战略:** 蔚来早期成立北美自动驾驶研发团队, 主要负责智能网联技术及自动驾驶的软硬件开发, 但由于 2018 年-2019 年北美 CEO 伍丝

丽、中国区庄丽离职以及资金吃紧，公司的自动驾驶系统研发进入停滞。

- 2) **2019年11月，蔚来转向合作研发：**与自动驾驶技术公司 Mobileye 达成战略合作，Mobileye 负责新一代 Mobileye EyeQ 系统芯片以及相关软件，蔚来负责自动驾驶系统开发、集成和量产。
- 3) **2020年8月，重启自研：**随着后续资金压力解决，蔚来决定在国内重启自动驾驶自研，在芯片、系统、算法和数据方面建立全栈自研能力。

图表 37: 造车新势力智能驾驶系统发展时间轴



资料来源: 各公司官网、国盛证券研究所

在重启自动驾驶自研后，蔚来设定了很高的目标。继进行了超强硬件配置、重新布局算法后，蔚来基于其全栈自动驾驶技术平台 NT2.0，将在 2022 年 3 月交付的 ET7 车型上搭载新一代自动驾驶系统 NAD (NIO Autonomous Driving)。

图表 38: 蔚来 2022 年将交付新一代自研的自动驾驶系统: NAD-NIO Autonomous Driving



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

蔚来 NAD 将使用英伟达最新款芯片 DRIVE AGX Orin，搭载超感系统 NIO Aquila SUPER SENSING、超算平台 NIO Adam SUPER COMPUTING，其硬件配置十分奢华：

- 1) 计算：4 片英伟达 Orin 芯片，综合算力高达 1016TOPS。
- 2) 感知：33 个高性能感知硬件，包括 7 个 800 万像素高清摄像头、4 个 300 万像素环视摄像头、一个 500 米探测距离的高精度激光雷达。

基于超强硬件配置，蔚来 NAD 目标实现高速、城区、泊车、换电等场景的全覆盖。长期，

蔚来目标是实现安全放松的点到点自动驾驶体验。

3. 蔚来冲刺 2022：智能化向上，价格带向下

2022 年，不论对于蔚来还是各家新势力，都是关键的一年。展望 2022，我们预计新势力们将在 1) 电动化技术，2) 智能驾驶功能，3) 车型定价上展开快速迭代和正面竞争。

同时，2022 年更是蔚来的冲刺大年：一方面，公司将在 2022 年连续推出三款车型、实现车型交付的一键三连，并为后续的中端副品牌打好基础，另一方面，蔚来将在 Q1 推出的 ET7 车型上搭载新一代自研的自动驾驶 NAD (NIO Autonomous Driving) 系统，在智能化领域补齐长期的竞争优势。

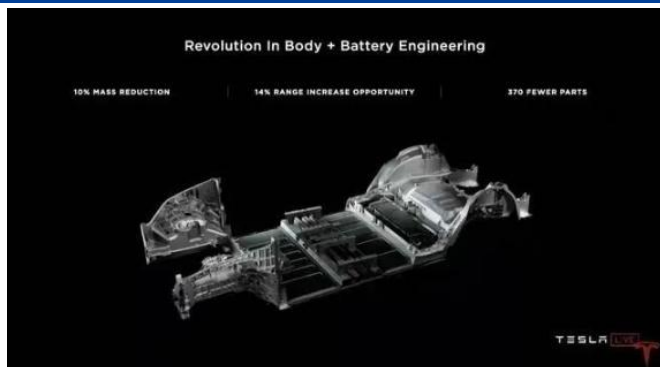
3.1 步入 2022，新势力正面相遇

3.1.1 电动：技术创新，降本增续航

从特斯拉及各家新势力的电动和整车制造体系可以看出，续航的提升、成本的下降来自技术不断创新：

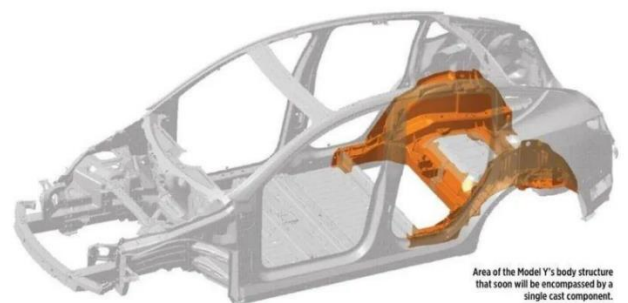
- 1) 一体压铸技术：马斯克在 2020 年特斯拉电池日宣布，Model Y 采用一体压铸技术、化零为整，下车体总成重量可降低 30%，制造成本可降低 40%。我们看到，小鹏武汉工厂、蔚来等也进行了压铸布局。新技术有望长期持续提升整车毛利率。
- 2) 充电技术：800V 高压充电可实现快充，大幅减少补能所需时间。
- 3) 电池技术：特斯拉等采用的 4680 圆柱电池，容量大、续航高、充电快。CTP、CTC 技术的使用，可有效提升能量密度、降低零部件数量和整车重量，在提高续航里程的同时降低成本。

图表 39：特斯拉：CTC 技术



资料来源：新浪新闻、国盛证券研究所

图表 40：特斯拉：一体压铸技术



资料来源：新浪新闻、国盛证券研究所

蔚小理们也在电池技术、充电平台、压铸技术等方面快速迭代。除了小鹏、蔚来在电动化方面步履更快以外，理想也在布局高压纯电技术路线，其 Whale 和 Shark 两大纯电平台预计在 2025 年以前推出。

图表 41: 新能源车新技术方向各车企布局情况

新技术方向	小鹏	蔚来	理想	其他新势力	特斯拉
4680 圆柱电池	/	/	/	/	自研加拿大产线建设中, 预计 2022 年能达到 100Gwh
CTP	使用 CTP 电池	使用 CTP 电池	/	/	/
CTX 技术	CTC	/	/	/	即 4680 structural battery 技术, 自研加拿大产线建设中, 预计 2022 年将达到 100Gwh
800V 高压充电	搭载于 G9, 将于 2022 年推出	/	布局中, 将推出 whale 和 shark 两大纯电平台	极狐、岚图、极氪、埃安均已布局	/
一体化压铸	加入了一体化压铸工艺车间	宣布成功验证开发了可用于制造大型压铸件的免热处理材料	/	/	后部车身部件一体化压铸已量产

资料来源: 各公司公告、各公司官网、新浪新闻、国盛证券研究所

3.1.2 智能: 踏上 L3 级智能驾驶, 展开软硬件军备竞赛

2022 年, 更高阶的 L3 级智能驾驶功能将由车企集中量产交付, 这一高阶既体现在场景延展上, 也体现在软硬件配置上。

1) 实现场景:

除了 i) 泊车和 ii) 高速场景以外, 2022 年小鹏和蔚来的领航辅助驾驶功能均有望拓展至 iii) 城市场景。当前小鹏 P5 的 XPILOT 3.5 系统搭载有两颗激光雷达, 在障碍物识别上具有更高精度、受光照影响也更小, 这对于 NGP 功能拓展至城市场景起到了关键作用。小鹏已宣布在 2022 年 H1 实现城市 NGP 功能。蔚来 2022 年则有望在 ET7 和 ET5 等车型搭载的 NAD 系统上实现城市 NOP 功能。

图表 42: 2022 年, 小鹏 XPILOT 3.5 拓展至城市场景



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 43: 2022 年, 蔚来推出 NAD, 逐步实现各场景的全覆盖



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

2) 硬件配置:

2022 年, 新势力们在智能驾驶系统上都推出了自己的最强配置。小鹏 G9 将搭载的 XPILOT 4.0 在硬件方面全面升级, 算力方面将搭载两颗英伟达 Orin-X 自动驾驶芯片, 感知方面将搭载 800 万像素前视双目摄像、以及 290 万像素侧视摄

摄像头，并采用高度集成的域控制器，计划在2023年上半年实现全场景智能辅助驾驶。

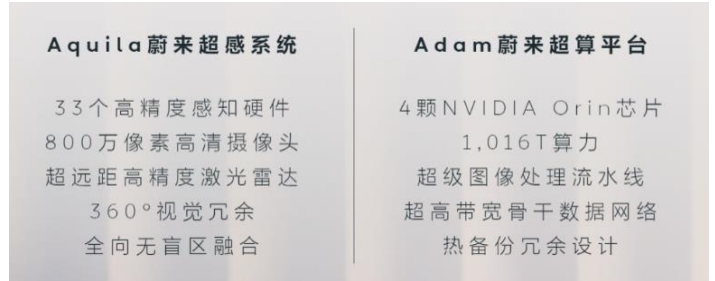
蔚来在ET7搭载的自研NAD系统中也将为高阶辅助驾驶功能配备超远距高精度激光雷达，算力方面更是配备4颗英伟达Orin芯片，算力达1016TOPS。

图表 44: 小鹏 XPILOT 4.0 硬件配置



资料来源: 小鹏科技日、国盛证券研究所

图表 45: 2022年, 蔚来推出NAD, 逐步实现各场景的全覆盖

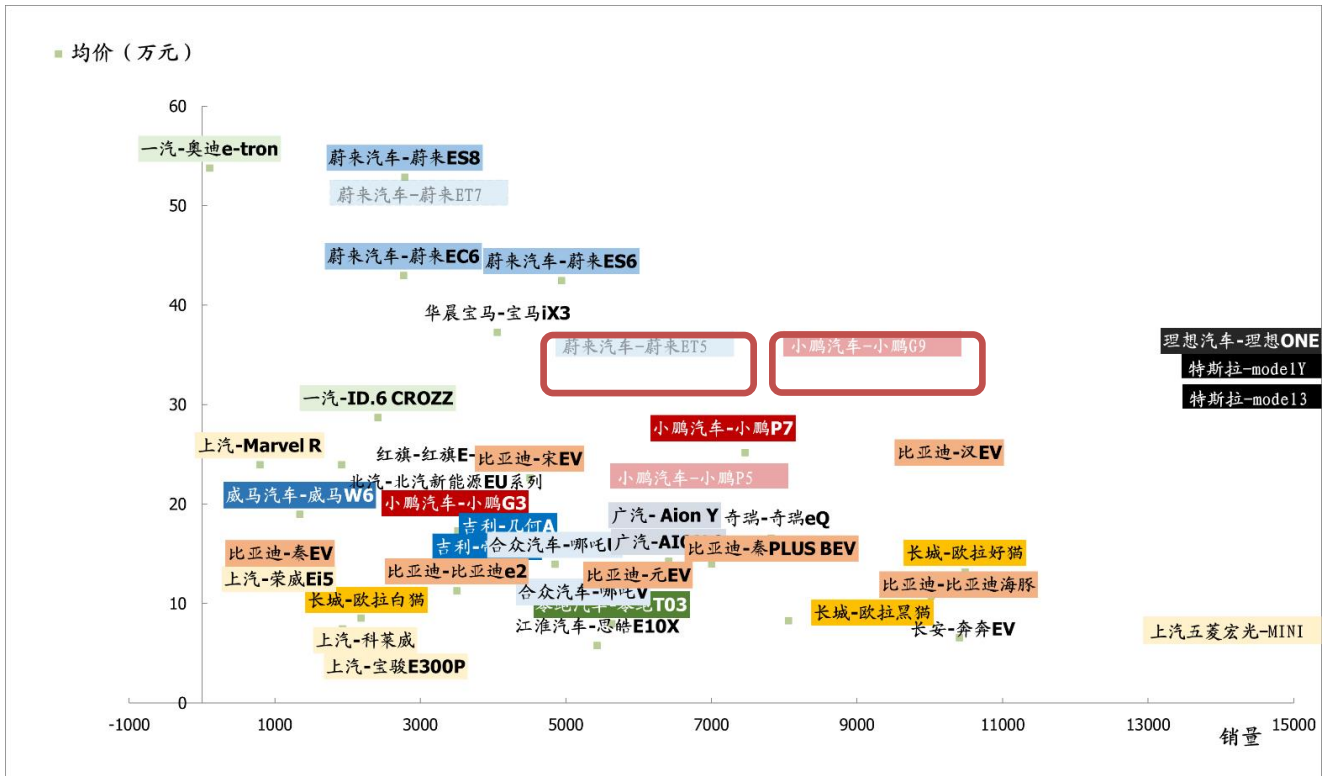


资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

3.1.3 定价: 步入同一价格带

此前, 小鹏车型多在 15-25 万价位, 蔚来车型多在 35-55 万价位, 定位有所差异化。2022 年, 小鹏将于 Q3 交付 G9, 市场预计其价格将介于 P7 和 P7 鹏翼版之间, 即 30-40 万左右。蔚来将于 Q3 交付 ET5, 其定价为补贴前 32.8 万 (75kwh 版) 及 38.6 万 (100kwh 版)。随着小鹏的上探、蔚来的下探, 二者将在 30-40 万价格带相遇。随着目标人群的延展, 新势力们在同一价格带的竞争也越加正面。

图表 46: 新能源汽车主要车企车型/价格带/销量分布 (特斯拉 model3/Y 及上汽五菱宏光 MINI 销量均超过 3 万辆, 仅取其价格带定位)



资料来源: 盖世汽车、国盛证券研究所 (销量为 12 月数据, 小鹏 G9、蔚来 ET5、ET7 尚未上市故使用预测数据)

我们认为, 2022 年更是蔚来的冲刺大年: 一方面, 公司将在 2022 年连续推出三款车型、

实现车型交付的一键三连，并为后续的中端副品牌打好基础。另一方面，蔚来将在 Q1 推出的 ET7 车型上搭载新一代自研的自动驾驶 NAD (NIO Autonomous Driving) 系统，在智能化领域补齐长期的竞争优势。

3.2 智驾：从 NIO PILOT 到 NAD，前途光明而道路曲折

图表 47：造车新势力智能驾驶功能实现：已落地版本

功能模块	功能细节	级别	小鹏			蔚来	理想		特斯拉
			xpilot 2.5	xpilot 3.0	xpilot 3.5	NIO Pilot	理想 One 2020 款	理想 One 2021 款	FSD
泊车	APA 全自动泊车	L2	√	√	√	√	√	√	√
	视觉融合全自动泊车	L2	√	√	√	√	x	√	√
	停车场记忆泊车	L2.5	x	√	√	x	x	x	√
领航辅助 驾驶：高速	自适应跟车巡航控制	L1	√	√	√	√	√	√	√
	车道居中辅助	L1	√	√	√	√	√	√	√
	自动变道辅助	L1	√	√	√	√	x	√	√
	拥堵自动辅助驾驶	L2	√	√	√	√	x	√	√
	高速自动辅助驾驶	L2.5	x	√	√	√	x	√	√
	无保护左转辅助	L2.5	x	x	√	x	x	x	√
	城市路况智能超车辅助	L2.5	x	x	√	x	x	x	√
领航辅助 驾驶：城市	红绿灯路口智能通行辅助	L2.5	x	x	√	x	x	x	√
	环岛智能通行辅助	L2.5	x	x	√	x	x	x	√
	Y型交汇路口辅助	L2.5	x	x	√	x	x	x	√
其他	道路标识识别	/	x	√	√	√	x	x	√
	红绿灯识别	/	x	√	√	x	√	√	√
	智能远光灯	/	x	√	√	√	x	x	√

资料来源：汽车之家，各公司官网、国盛证券研究所。注：小鹏 XPILLOT 3.5 的城市 NGP 望在 2022 年 H1 实现。

在经历了智能驾驶路线的波折后，蔚来从 2020 年重回智能化加速的轨道，体现在：

- 1) 技术路线上，蔚来 2020H2 回归自动驾驶自研，开始加速自动驾驶系统迭代。
- 2) 软硬件配置上，蔚来为新的 NAD 系统配置了超强的算力、感知硬件，从而驱动软件的迭代。

3.2.1 路线重启：2020，从合作 NIO PILOT、到回归 NAD 自研

此前与 Mobileye 合作时，蔚来的自动驾驶系统主要基于 MobileyeEyeQ4 芯片，研发自主性相对受限。蔚来于 2020 年 9 月推出的高速道路领航辅助功能 (Navigate On Pilot, NOP)，能够根据导航信息自主完成上下匝道、高速巡航、换道超车等 L2 功能。但由于 Mobileye 的封闭系统和相对黑盒的交付模式，使得整车厂无法掌握关键数据，且难以灵活自主设计自动驾驶功能，在进一步探索城区辅助驾驶及更高级别自动驾驶上受到较大限制。

图表 48: 特斯拉及造车新势力: 自动驾驶芯片使用情况梳理

选择	2014	2016	2019	2020	2021E	2022E	2023E 及以后
特斯拉	MobileyeQ3	英伟达 DRIVEP X2				自研 FSD 芯片	
蔚来				MobileyeQ4		英伟达 Orin	考虑自研
小鹏			MobileyeQ4	英伟达 Xavier		英伟达 Orin	考虑自研
理想			MobileyeQ4	地平线征程 3		英伟达 Orin	

资料来源: 各公司官网、车家号、国盛证券研究所

2020 年下半年, 任少卿的加盟是蔚来加大自动驾驶自研投入的一个明确信号。任少卿曾担任 Momenta 公司研发总监, 提出了适用于物体检测的高效框架 Faster-RCNN、图像识别算法 ResNet, 这些也是广受认可的物体检测框架之一。

自任少卿之后, 蔚来陆续从小米、赛灵思及引进自动驾驶软硬件人才。加上原有老员工, 目前自动驾驶团队有三位助理副总裁, 从硬件、软件算法、系统工程几大方向进行了全覆盖。同时蔚来也在 2020 年公开业绩发布会上表示 2021 年研发方面投入将增加一倍, 达到 50 亿元。

图表 49: 蔚来自动驾驶团队主要管理层

姓名	职位	入职日期	履历及负责方向
章健勇	助理副总裁 无人驾驶系统工程部负责人	2020 年晋升	是蔚来早期员工, 曾在 2013-2014 年上汽集团负责自动驾驶前期开发工作
任少卿	助理副总裁 无人驾驶系统算法团队负责人	2020 年 8 月	原 Momenta 研发总监, 图像识别领域广为应用的框架 FasterR-CNN 和 ResNet 的作者, 负责包括 L4 级自动驾驶项目、算法研发等
白剑	助理副总裁 智能硬件团队负责人	2020 年 11 月	前 OPPO 硬件总监、小米芯片和前瞻研究部门总经理, 负责蔚来自动驾驶硬件相关研发

资料来源: 领英、腾讯新闻、晚点 Late Post、国盛证券研究所

3.2.2 技术加速: 2022, 硬件驱动软件, 实现快速跃迁

基于蔚来全栈自研的自动驾驶技术平台 NT2.0, 蔚来将在 2022 年 3 月交付的 ET7 上搭载新一代自动驾驶系统 NAD (NIO Autonomous Driving)。

图表 50: 蔚来新一代自动驾驶系统: NAD

Aquila 蔚来超感系统	Adam 蔚来超算平台	自动驾驶算法	自动驾驶整车平台
33 个高精度感知硬件 800 万像素高清摄像头 超远距高精度激光雷达 360° 视觉冗余 全向无盲区融合	4 颗 NVIDIA Orin 芯片 1.016T 算力 超级图像处理流水线 超高带宽骨干数据网络 热备份冗余设计	多方案相互校验感知 多源组合高精定位 多模态预测规控 群体智能 个性化训练	NVOS 底层操作系统 核心控制器供电通讯冗余 转向系统控制冗余 驻车制动冗余 双电机动力冗余

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

蔚来 NAD 将使用英伟达最新款芯片 DRIVE AGX Orin, 搭载超感系统 NIO Aquila SUPER SENSING、超算平台 NIO Adam SUPER COMPUTING, 其硬件配置可谓奢华:

- 1) NIO AQUILA 超感系统: 拥有 33 个高性能感知硬件, 包括 7 个 800 万像素高清摄像头、4 个 300 万环视摄像头和一个 500 米探测距离的高精度激光雷达;
- 2) NIO ADAM 超算平台: 搭载了 4 片英伟达 Orin 芯片, 综合算力高达 1016TOPS, 在业内处于领先的地位, 可满足 L3 以上的自动驾驶算力需求。

图表 51: 蔚来超感系统: NIO Aquila



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 52: 蔚来超算平台: NIO Adam

4颗全球首发NVIDIA DRIVE Orin芯片
算力高达1,016TOPS
面对复杂场景可以算得更多、更准、更快
48个CPU内核 | 256个矩阵运算单元 | 8,096个浮点运算单元 | 680亿个晶体管



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 53: 蔚来 NAD: 超强硬件配置

	蔚来 NAD	蔚来 NIO PILOT	特斯拉 FSD	小鹏 XPILOT 3.5
搭载与否	预计 2022 年 3 月	已搭载	已搭载	已搭载
最新车型	ET7	EC6	Model 3	P5
计算平台:				
自动驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin*4	Mobileye EyeQ4	FSD Computer*2	NVIDIA Xavier
总算力	1016 TOPS	2.5 TOPS	144 TOPS	30 TOPS
传感器:				
激光雷达	1	-	-	2
摄像头	11	7	8	13
毫米波雷达	5	5	1	5
超声波雷达	12	12	12	12
传感器总数	33	24	22	34
定位:				
高精地图	百度	百度	-	高德 (分米级)
定位单位	GPS+IMU, *2	-	GNSS+IMU	GNSS+IMU (厘米级)
车路协同	V2X	-	-	V2X

资料来源: NIO Day 发布会、各公司官网、新浪新闻、国盛证券研究所

通过横向比较可以看出, 在算力方面, 蔚来 NAD 搭载的 ADAM 超算平台最高可达 1016 TOPS, 远超其他竞品, 面对复杂场景可以算得更多、更准、更快。在感知方面, 蔚来 AQUILA 除了 800 万像素高清摄像头外, 搭载了 Innovusion 的 500 米超远距高精度激光雷达, 采用 1550nm 激光、120 度超广视角, 对夜间高速行驶、复杂城市路况等具有更好的识别、追踪能力。

通过算力、传感等硬件配置的跨越式提升，蔚来也有望实现更多自动驾驶软件功能的支持。当前，蔚来虽然没有正式宣布城市场景 NOP 的打通，但是我们预计，随着蔚来 NAD 算力的赶超、视觉和激光雷达感知融合加强，未来城市场景将成为蔚来 NAD 驰骋的重要阵地。将来的 NAD 将逐步实现高速、城区、停车等场景下轻松安全的点到点自动驾驶体验。

图表 54: 造车新势力自动驾驶软件: 收费模式比较

公司	解决方案	车型	收费模式		
			一次性付费	按年付费	订阅式
小鹏	X Pilot 3.5	小鹏 P5	交付前 25000 元。或者，交付后 45000 元	/	/
	X Pilot 3.0	小鹏 P7、P5	交付前 20000 元。或者，交付后 36000 元	12000 元一年, 3 年后免费	/
	X Pilot 2.5	小鹏 G3、P7	无	无	/
蔚来	NAD	蔚来 ET7	/	/	680 元/月
	NIO Pilot	蔚来 ES8、ES6、EC6	精选包 15000 元，全配包 39000 元		
理想	理想 ADAS	理想 one	/	/	/
特斯拉	FSD	特斯拉 Model Y、Model 3	辅助驾驶选装包 32000 元， 完全自动驾驶能力包 64000 元（美国地区 1.2 万美元）		(美国地区) 199 美元/月

资料来源: 各公司公告、各公司官网、国盛证券研究所

自动驾驶功能的赶超对蔚来汽车的重要性体现在:

- 1) 一方面，将通过提高智能化水平、从而有效促进蔚来整车销售。
- 2) 另一方面，将通过软件付费，让自动驾驶成为公司新的变现驱动力。

在变现模式上，蔚来将在 NAD 上国内首创按月开通、按月付费的服务订阅模式——AD-As-A-Service，当前订阅费为 680 元/月，将来随着功能的持续多元，有望通过多场景灵活订阅来提升其渗透率。基于假设，到 2025 年蔚来 NAD 付费渗透率达 70%，则结合对蔚来车型的交付数假设和收费假设，我们估算得出 2025 年蔚来 NAD 软件收入可达 28 亿元。

3.2 定价: 从 NIO 到副品牌，高端做精低端走量

将来，蔚来的销量增长将主要来自两方面：一是在 NIO 品牌下继续推出更多车型、夯实高端市场基本盘，二是通过副品牌下探中端市场，打开第二增长引擎。

3.3.1 短期爆款: ET5 蓄势，向 Model 3 迈进

在原有高端 SUV 三款车的基础上，2022 年蔚来将全面打入高端轿车市场，为目前的产品矩阵补充 3 款全新车型，即 ET7、ET5、一款待公布车型：

- 1) 豪华智能中大型轿车 ET7。2020 NIO Day，蔚来发布第一款旗舰轿车车型 ET7，其将基于蔚来的全栈自动驾驶技术平台 NT2.0，搭载 NAD 逐步实现高阶自动驾驶体验，蔚来也将在 ET7 智能驾驶软件系统 NAD 上开创按月开通、按月付费的服务订阅模式。此外，搭载 150 度电池包的 ET7 续航将超过 1000 公里。ET7 计

划于明年3月底开始交付，目前已经进入大规模量产测试的阶段。

图表 55: 蔚来 ET7 外观



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 56: 蔚来 ET7 内饰



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 57: ET7 及可对标竞品车型参数对比

参数大类	细分项目	蔚来 ET7 75Kwh	比亚迪 汉四驱旗舰型	MODEL S 全驱动版
车型定位	厂商建议零售价 (万元)	44.8	27.95	88.99
	定位	中大型车	中大型车	中大型车
	尺寸 (mm)	5098*1987*1505	4980*1910*1495	4979*1964*1445
	轴距 (mm)	3060	2920	2960
新能源性能	电池容量 (kWh)	75	76.9	100
	续航里程 (km)	500	550	560
	电机最大总功率 (kW)	480	363	493
	百公里加速	3.9	3.9	3.2
	快充时间	-	0.42	1
自动驾驶性能 (最高配)	系统	NAD	-	HW 3.0
	自动驾驶芯片	英伟达 Orin	-	FSD 自研芯片
	激光雷达	1	-	-
	摄像头	12 个摄像头	-	-
	其他传感器	(含车内驾驶员状态检测)	-	8 个摄像头
	传感器总数	5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达+2 高精定位	-	1 个毫米波雷达+12 个超声波传感器+高精定位
		+V2X	-	位
智能座舱 (最高配)	系统	百度	-	无
	座舱芯片	NIO OS	Dlink 4.0	-

资料来源: 公司官网、汽车之家、国盛证券研究所

2) 智能中型电动轿跑 ET5。

2021 NIO Day 蔚来发布了第二款轿车 ET5，并计划于 2022 年 9 月量产交付。ET5 起售价 32.8 万，BaaS 方案起售价则约 25.8 万，是蔚来当前定价最低的车型。但其配置和性能却极其前沿。配置端，ET5 拥有全景玻璃天幕、超跑性能及

领先的智驾软硬件；服务端，ET5 车主享有蔚来独有的包括换电、质保等全套 NIO Service。

图表 58: 蔚来 ET5 外观



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 59: 蔚来 ET5 内饰



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 60: ET5 及可对标竞品车型参数对比

参数大类	细分项目	蔚来 ET5 75Kwh 版	Model 3 2022 高性能版	小鹏 P7 670G	比亚迪 汉尊贵型
车型定位	售价 (万)	32.8	34.0	25.69	25.58
	定位	中型轿跑	中型车	中型轿车	中大型车
	尺寸 (mm)	4790*1960*1499	4694*1850*1443	4880*1896*1450	4980*1910*1495
	轴距 (mm)	2888	2875	2998	2920
新能源性能	电池容量 (kWh)	75	78.4	80.9	76.9
	续航里程 (km)	550	635	480-706	605
	电机最大总功率 (kW)	370	357	196	163
	百公里加速	4.3	3.3	6.7	7.9
	快充时间	-	1	0.55	0.42
自动驾驶性能 (最高配)	系统	NAD	HW 3.0	xPilot 3.0	-
	自动驾驶芯片	英伟达 Orin	FSD 自研芯片	英伟达 Xavier	-
	激光雷达	1	-	-	-
	摄像头	12 个摄像头	8 个摄像头	4 环视摄像头+10 高感知摄像头	-
	其他传感器	5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达	5 毫米波雷达+12 超声波传感器	-	-
	+2 高精定位+V2X	1 个毫米波雷达+12 个超声波传感器+高精定位	-	-	-
传感器总数	33	22	31	-	
智能座舱 (最高配)	高精地图	-	无	有	-
	系统	NIO OS	-	Xmart OS 2.5	Dlink 4.0

资料来源: 汽车之家、公司官网、国盛证券研究所

蔚来的一个“5>3”的表态让市场认为 ET5 的对手直指特斯拉 Model 3。我们认

为，虽然二者仍有差异，但 ET5 的确将成为蔚来现有车型中最易成为爆款的产品，主要因为：

- i) 超跑性能：内置总功率 370kwh 双电机，百米加速为 4.3 秒。75kwh 电池续航为 550km，100kwh 电池续航为 700km。
- ii) 智驾体验：与 ET7 一样搭载 NAD 自动驾驶系统，标配 19 项辅助驾驶功能。
- iii) 座舱体验：搭载全景数字座舱 PanoCinema，可搭配蔚来合作公司开发的 AR 与 VR 眼镜进行沉浸式体验。同时，拥有全景玻璃天幕，采光面积达到 1.28 平米，远超同级车型。
- iv) 价格定位：ET5 定价为补贴前 32.8 万（75kwh 版）及 38.6 万（100kwh 版），若用户采用 BaaS 电池租赁模式购买，价格可降至 25.8 万（双版本），价格低于 Model 3 高性能版及宝马 3 系 325 Li，较此前车型定位了更大市场。

3) 另一款神秘车型，预计交付时间为 2022 年下半年。

这三款新车型仍然定位豪华智能纯电市场，届时蔚来产品矩阵将更加齐全，覆盖市场更加广泛，包括中大型 SUV、中型 SUV、轿跑 SUV 和不同级别的轿车。三款全新车型有望助力蔚来在轿车领域与 BBA 等传统豪华品牌形成更为有力的竞争。

3.3.2 长期走量：拓展副品牌，将电车开出五环

NIO 品牌定位高端市场，但长期的交付走量和市场占有率提升还需中端车型的助力：

- 1) 高端电动车市场规模有限：据乘联会数据，2020 年市场指导销售价格在 30 万元以上的车型销量为 184 万辆，占乘用车市场销量比重仅为 9.5%。
- 2) 高端电动车市场竞争加剧：BBA 等传统豪车品牌加速布局新能源赛道，市场竞争预计将更加激烈。以奥迪汽车为例，6 月 23 日，奥迪汽车管理董事会主席杜思曼在柏林气候大会上表示从 2026 年起不再推出新型燃油车，到 2025 年，奥迪将扩充其电动化车型序列至 30 款左右，其中约 20 款将为纯电动车型。

图表 61: BBA 及沃尔沃亚太国产 30 万以上电动车型

公司名称	30 以上 SUV	30 以上轿车
一汽-大众奥迪	奥迪 e-tron (2022 年推出 Q5-etron)	奥迪 A6L 新能源 (2022 年推出 A6 e-tron)
华晨宝马	宝马 X1 新能源、宝马 iX3	宝马 5 系新能源
北京奔驰	奔驰 EQC (EQA/EQB 今年量产)	奔驰 E 级新能源
沃尔沃亚太	沃尔沃 XC60 新能源	沃尔沃 S60、S90 新能源

资料来源：汽车之家、新浪新闻、国盛证券研究所

图表 62: BBA 及沃尔沃亚太新能源转型战略

公司	新能源战略
奥迪	2021年6月23日,奥迪汽车管理董事会主席杜思曼在柏林气候大会上表示从2026年起不再推出新型燃油车,到2025年,奥迪将扩充其电动化车型序列至30款左右,其中约20款将为纯电动车型。
宝马	2021年9月6日,宝马集团在2021德国国际汽车及智慧出行博览会(IAA)上宣称:未来10年中,公司预计将在全球完成第1000万辆宝马集团纯电动车的交付。到2030年,纯电动车型有望占据宝马集团全球销量的一半
奔驰	2021年7月22日,戴姆勒及梅赛德斯-奔驰董事会主席康林松宣布,奔驰的电动化战略将从“电动为先”转为“全面电动”。奔驰将从2022年开始在所有细分市场提供纯电动车型;至2025年,每一款车型都将提供纯电动版本。
沃尔沃亚太	2021年6月30日公司科技日上,沃尔沃汽车集团总裁兼首席执行官汉肯·塞缪尔森提出到2025年实现全球120万辆的销量目标,并表示其中将有50%为电动车。

资料来源:新浪新闻、国盛证券研究所

因此,我们认为,在做精高端的同时,下探中端市场成为蔚来争取长期增长的重要途径。

特斯拉在高端向中端的路线获得了成功,Model 3 承载着其拓展主流汽车市场的重任。我们将 Model 3 与其高端产品线 Model S 及同期其他竞品车型进行纵横向对比,发现其降维成功的要素主要有:

- 1) 平移核心体系:基于已有产品的品牌基调及技术积淀,Model 3 通过平移不需额外投入的电驱电控及自动驾驶系统,维持产品的领先性能及科技感。
- 2) 适度降维功能:Model 3 相对于 Model S 尺寸缩小 20%,减少了车内音响数量及后排中控屏幕等,实现成本控制。但降维的 Model 3 仍具备科技感。

图表 63: 新国产 Model 3 及新款 Model S 性能参数对比

型号 Model	新国产 Model3			New Model S	
	标续版	性能版	长续航	Plaid	Plaid Plus
版本	标续版			长续航	Plaid
进口/国产	国产			进口	
价格(元)	250,900	339,900	799,990	999,990	1,174,900
续航(km)	468	605	663	628	837
最高时速(km/h)	225	261	250	322	322
电机马力	275	461	670	1020	1100
0-100km/h 加速(s)	5.6	3.3	3.2	2.1	2.1
车身尺寸(mm)	4694*1850*1443			4970*1964*1445	
轴距(mm)	2875			2960	
最小离地(mm)	138			117	
整车重量(kg)	1745	1836	2069	2162	2162
驱动方式	后轮驱动	双电机四驱	双电机四驱	三电机四驱	
整车质保	4年/8万 km			4年8万 km	
电池质保	8年/16万 km	8年/19.2万 km		8年/24万 km	
电池类型	磷酸铁锂电池	三元锂电池		三元锂电池	
手机充电	4USB,2手机无线充电			前后排无线充电,USB-C快充	
扬声器数量	14			960瓦,22扬声器	
储物空间(L)	542			793	
全景天窗	三段式全景天窗			三段式全景天窗	
中控屏幕	15寸			前排17寸,2200x1300,后排8寸	

资料来源:公司官网、国盛证券研究所

同样，我们认为，蔚来也可以通过类似路径实现对中端市场的下探：

1) 三电技术：类比特斯拉，高性能可传承。

公司当前已研发装车 160kw 前永磁+240kw 后感应电驱动系统，蔚来 ET7 将升级到 180kw 的永磁和 300kw 的感应电驱动系统。这对于相对不追求百公里加速绝对性能的中低端车型来说，已完全足够。

2) 智驾性能：非核心功能可适度缩减。

ET5 搭载 NAD 系统，标配 19 项辅助驾驶功能。在一些非核心或使用频次较低的场景和功能上，中端车型可适度缩减。

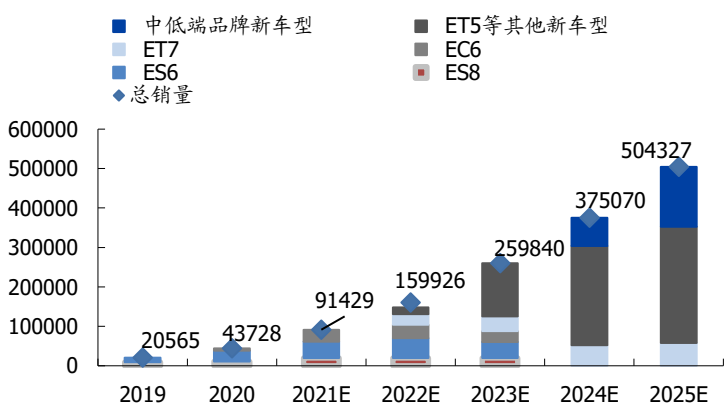
3) 品牌形象与服务：品牌独立、服务不打折。

正如蔚来的核心追求，将用户体验放在第一位，蔚来目前建立的高质量售后服务体系及差异化的用户运营网络可以完全共享给其他子品牌。

3.3.3 销量预测：我们预计 2025 年销量有望达到 50 万辆

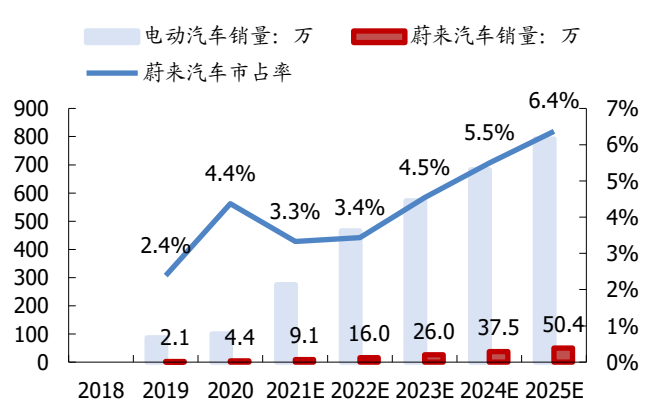
如果蔚来成功推出性价比与科技感兼具的产品、从高端市场延伸至中端市场，我们预测 2025 年公司总交付量有望达到 50 万辆。

图表 64: 蔚来销量预测：按车型 (辆)



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 65: 蔚来销量预测 (万辆)



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

1) 高端品牌各车型销量：

ES8：作为 40 万以上中大型 SUV 市场上竞争力较强车型，我们预计未来 3 年单季度销量维持平稳，2022-2023 年全年销量约为 2.0/2.0 万辆。

ES6/EC6：我们预计其未来仍将成为蔚来增长中流砥柱，2022-2023 年全年销量约为 5.0/4.0 万辆及 3.4/2.8 万辆。

ET7：我们预计 ET7 将在 2022Q2 贡献销量，作为高端大型轿车市场少有的纯电车型，我们预计其增长空间较大，2022/2023 年全年销量约为 2.7/3.8 万辆。

ET5 等新车型：公司在业绩会上宣布，预计将有基于 NT2.0 平台的 ET5 及另一款新车型于 2022 年量产。ET5 预计定位中大型轿车，性价比超强，受众面较 ET7 更大。同时，预计公司 2022/2023 年分别将有 1/2 款新车型发布，我们预计这部

分 2022/2023 年全年销量约为 1.7/13.5 万辆。

长期，考虑到传统豪华车品牌将加速布局电动车市场，整体细分赛道竞争加剧，但是蔚来有其独特的换电及服务优势，依照我们对各车型的预判，我们估算蔚来在 2025 年交付量可达约 35 万台。

2) 中端品牌新车型销量:

按 2024 年单款车型、25 年 2 款车型在售的情形测算，我们假设单车型单月销量能爬坡至 7000 辆，测算得 2024/2025 年销量约为 7.1/15.2 万辆。

综上，我们预计公司 2023 年车辆交付可达 26 万辆，2025 年销量可达 50 万辆、在届时电动车市场占约 6.4% 份额。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

图表 66: 公司核心预测: 年度

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总销量 (辆)	20565	43728	91429	159926	259840	375070	504327
ES8	9132	10861	20050	20000	20000	0	0
ES6	11433	27945	41474	50035	40028	0	0
EC6	-	4922	29905	34391	27513	0	0
ET7	-	-	-	26500	37500	52500	57750
ET5 等其他新车型	-	-	-	17000	134800	251570	294577
中低端品牌新车型	-	-	-	-	-	71000	152000
总收入 (百万元)	7,825	16,258	35,723	61,878	99,163	130,598	165,542
车辆销售	7367	15183	32774	57072	91476	120531	152892
服务及其他	458	1075	2949	4806	7687	10068	12650
毛利 (百万元)	-1,199	1,873	6,729	11,577	19,587	27,265	36,369
车辆销售	-729	1927	6356	11181	19311	26349	34806
服务及其他	-470	-53	373	397	276	917	1563
毛利率	-15%	12%	19%	19%	20%	21%	22%
车辆销售	-10%	13%	19%	20%	21%	22%	23%
服务及其他	-103%	-5%	13%	8%	4%	9%	12%
销售及管理费用率	-70%	-24%	-17%	-16%	-15%	-14%	-13%
研发费用率	-57%	-15%	-12%	-10%	-7%	-6%	-6%
净利润 (百万元)	-11,296	-5,304	-3,317	-4,747	-2,692	679	4,584
净利润率	-146%	-35%	-28%	-8%	-3%	0%	3%
Non-GAAP 净利润	-10,962	-5,117	-2,445	-3,703	-1,649	1,722	5,628
Non-GAAP 净利润率	-140%	-31%	-7%	-6%	-2%	1%	3%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1) 收入:

i) 车辆销售收入

如此前我们预测蔚来有望凭借做精高端和下探中端, 2023 年和 2025 年销量达到 26 万台和 50 万台。

基于各车型 ASP，我们预测，至 2023 年和 2025 年，蔚来汽车车辆销售收入可达 915 亿和 1529 亿。

ii) 服务及其他收入:

● NAD 订阅收入:

2021 年 1 月 9 日，在蔚来 NIO Day，蔚来首次推出了 NAD (NIO Autonomous Driving) 自动驾驶系统的订阅收费模式，消费者可以通过每月支付 680 元的方式按月订阅 ADAS。

我们预计基于 NT 2.0 平台生产的 ET7/ET5 等车型都将适用 NAD，同时 ES8/ES6 等老车型后续也将通过改款升级适用 NAD。我们假设蔚来有望通过多场景灵活订阅来提升其渗透率，22-25 年渗透率由 25% 逐步提升至 70%，我们预计 NAD 订阅收入至 2025 年将达 27 亿元。

图表 67: NAD 订阅收入测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
NAD 订阅收入 (百万)	22	460	1377	2750
搭载 NAD 车辆数 (辆)	43500	259840	375070	504327
渗透率	25%	43%	59%	70%
月订阅费用(元)	680	680	680	680

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

● 积分收入及其他:

蔚来于 2021Q3 取得 5.17 亿元积分交易收入，因此我们基于现有积分交易规则及蔚来汽车销量测算未来每年积分销售收入，此外，蔚来亦通过能量无忧、保险无忧等增值服务包获取收入，我们预测未来新销售车辆该类收入维持 2.7 万元/辆。

综上，我们预测公司 2023 年收入可达 992 亿元，2025 年收入可达 1655 亿元。

2) 毛利率:

2021Q3，公司车辆销售毛利率持续提升至 18%。公司预计 NIO 品牌后续基于的 NT2.0 平台长期毛利率可达 25%。2024 年，蔚来中低端品牌将量产下线，由于 30 万价格带以下赛道竞争激烈，我们预期其毛利率将低于 NIO 品牌，2025 年毛利率约为 17%。综合以上，我们估算蔚来 2025 年车辆毛利率将为 23%。

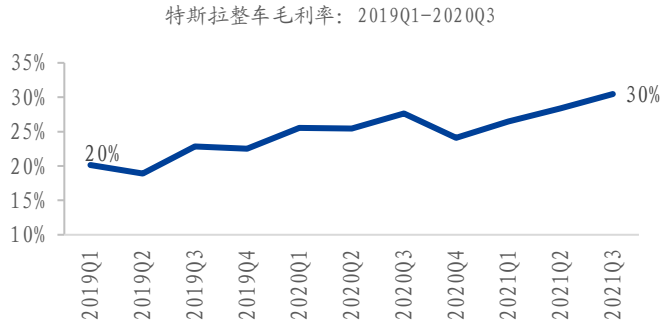
整体毛利率方面，由于蔚来自动驾驶软件采取订阅模式，同时运营成本在用户定制化路线模式下将维持较高水平，其中期毛利占比仍相对较低，对整体毛利率拉动有限。我们预计公司 2025 年综合毛利率为 22%。

3) 费用率:

我们预计短期研发费用及销售行政开支净支出额仍将维持较高水平，但基于销售收入高速增长，费用率将较快下降。

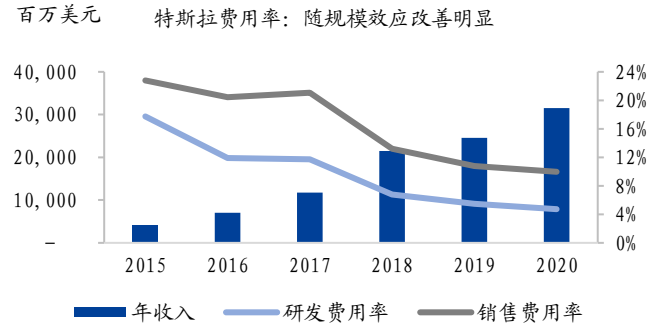
长期来看，参考特斯拉，当销售额在2018年达到千亿量级后，研发费用即控制在整体收入的5%左右，同时销售及行政费用率控制在整体收入的10%左右。我们预计蔚来在2025年销量有望达到50万辆，届时整体销售额将突破1600亿量级，研发/销售及管理费用率有望下降至6%/13%。

图表 68: 特斯拉整车毛利率: 技术降低成本



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 69: 特斯拉费用率: 随规模效应明显改善



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

综上，我们预测公司有望在2024年迎来盈利，并在2025年实现 non-GAAP 归属普通股股东净利润约 56 亿元、non-GAAP 净利润率达 3.4%。

图表 70: 公司核心预测: 季度

	21Q3	21Q4E	22Q1E	22Q2E	22Q3E	22Q4E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
总销量 (辆)	24439	25034	25398	33573	35311	65645	47918	66758	69848	75316
ES8	5418	5683	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
ES6	11271	12180	11323	12916	12398	13398	9059	10332	9918	10718
EC6	7750	7171	8574	8657	8913	8247	6860	6926	7130	6597
ET7	-	-	500	7000	9000	10000	15000	30500	30800	33000
ET5 等其他新车型	-	-	-	-	-	17000	12000	14000	17000	20000
中低端品牌新车型	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总收入 (百万元)	9,805	9,487	9,685	13,261	14,628	24,304	18,176	25,539	26,946	28,502
车辆销售	8637	8820	9008	12366	13162	22535	16852	23670	24648	26306
服务及其他	1169	667	677	895	1465	1768	1324	1869	2298	2196
毛利 (百万元)	1,993	1,607	1,677	2,353	3,078	4,469	3,432	4,921	5,533	5,701
车辆销售	1559	1627	1698	2380	2586	4517	3446	4934	5237	5694
服务及其他	435	-20	-20	-27	493	-49	-14	-13	297	7
毛利率	20%	17%	17%	18%	21%	18%	19%	19%	21%	20%
车辆销售	18%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	21%	21%	22%
服务及其他	37%	-3%	-3%	-3%	34%	-3%	-1%	-1%	13%	0%
销售及管理费用率	-19%	-18%	-17%	-17%	-16%	-16%	-16%	-16%	-15%	-15%
研发费用率	-12%	-17%	-12%	-11%	-10%	-9%	-8%	-8%	-7%	-6%
净利润	-835	-1,443	-1,065	-1,254	-717	-1,565	-845	-875	-318	-209
净利润率	-29%	-16%	-12%	-10%	-5%	-7%	-5%	-4%	-1%	-1%
Non-GAAP 净利润	-570	-1,185	-803	-994	-456	-1,305	-584	-614	-57	51
Non-GAAP 净利润率	-6%	-12%	-8%	-7%	-3%	-5%	-3%	-2%	0%	0%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.2 估值

由于目前蔚来尚未盈利, 故我们选择 P/S 估值方法。2022 年为蔚来冲刺年, 一方面 3 款新车型将大幅提升销量; 另一方面自动驾驶自研成果将首次落地量产。基于公司基本面的较大提振, 结合同业相关估值, 我们给予其目标市值约 775 亿美元, 对应约 7.8x 2022e P/S, 约合 50 美元目标价, 首次覆盖给予“买入”评级。

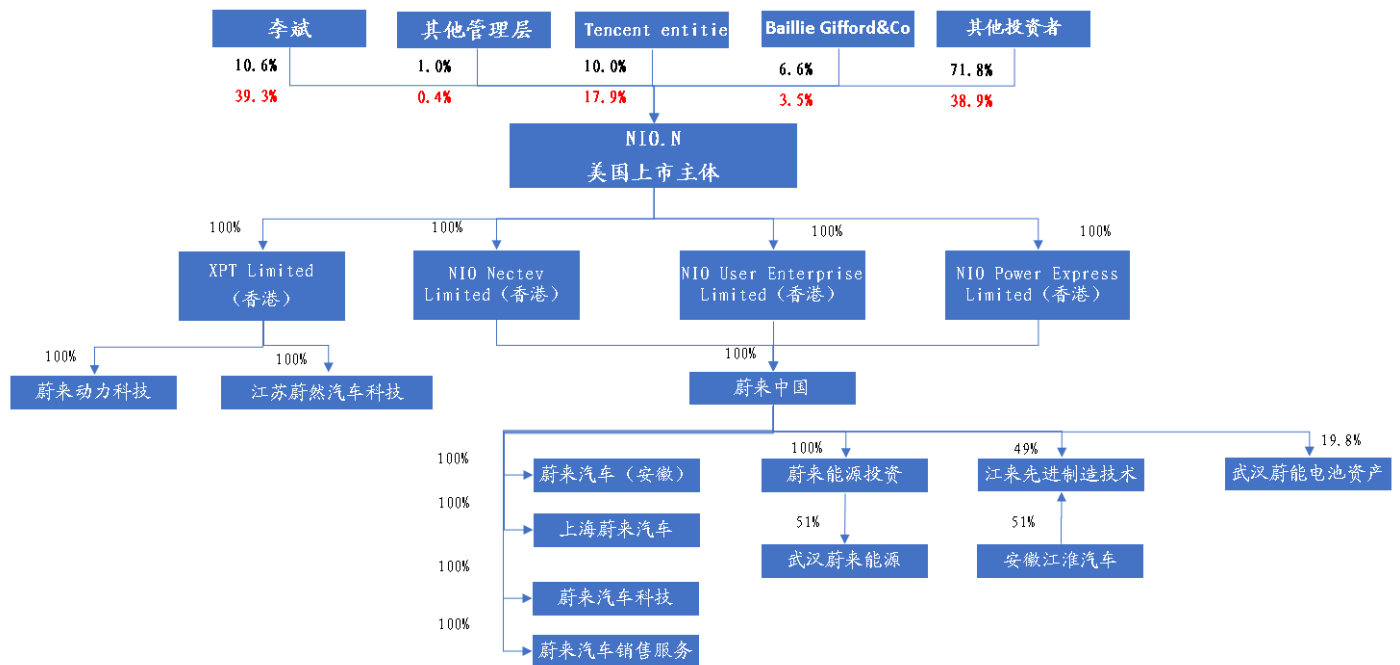
图表 71: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	货币	股价	市值(亿)	收入增速			P/S		
					2021	2022	2023	2021	2022	2023
TSLA US Equity	特斯拉	美元	996.3	10,005	136%	25%	17%	13.4	10.7	9.1
LI US Equity	理想	美元	29.2	301	175%	74%	63%	7.4	4.2	2.6
2015 HK Equity	理想	港元	117.2	2,421	171%	90%	80%	7.9	4.1	2.3
XPEV US Equity	小鹏	美元	44.6	382	242%	95%	61%	12.2	6.3	3.9
9868 HK Equity	小鹏	港元	176.4	3,021	242%	98%	63%	12.6	6.4	3.9

资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所 (港股股价为 1 月 20 日日收盘价, 美股股价为 1 月 19 日收盘价, 盈利预测来自 Bloomberg 一致预期)

附录

图表 72: 蔚来汽车股权架构



资料来源: 公司公告、企查查、国盛证券研究所 (黑色数字为持股比例, 红色数字为投票权)

图表 73: 公司历史融资事件

融资时间	融资轮次	融资金额	投资机构
2015年6月17日	A轮	亿元及以上人民币	高瓴资本、腾讯投资、顺为资本、京东数科、易车网
2015年9月17日	B轮	5亿美元	和玉资本、红杉资本中国、JOYCapital 愉悦资本
2016年6月30日	C轮	1亿美元	淡马锡、TPG、厚朴、联想创投、汉富资本等
2017年3月16日	战略融资	6亿美元	理想创投集团、今日资本、百度投资、腾讯投资、高瓴资本、海通国际等
2017年11月8日	D轮	10亿美元	腾讯投资、Baillie Gifford & Co. 中信资本、华夏基金等
2018年9月12日	IPO上市	10.02亿美元	/
2018年10月10日	战略融资	金额未透露	Baillie Gifford & Co.
2019年1月31日	债权融资	6.5亿美元	腾讯投资
2020年4月	战略投资	70亿人民币	合肥市相关机构
2020年6月	股权增发	4.93亿美元	/
2020年8月	股权增发	16.6亿美元	/
2020年12月	股权增发	30.5亿美元	/
2021年1月	债权融资	15亿美元	/

资料来源: 天眼查、公司公告、腾讯新闻、国盛证券研究所

图表 74: 蔚来三大增值服务收费模式及服务内容

服务项目	收费模式	服务内容
服务无忧	按车型不同, 新购在 1.16w-1.36w 元/年, 次年价格按出险次数调整, 为新购 0.9-1.8 倍)	1. 保险: - 交强险 - 三者险(200 万保额) - 车损险 - 驾乘意外险(15 万/座) 2. 全年车辆维修全包 3. 免费增强保养: 每年 6 万公里内车辆保养全包(每行驶 2 万公里提供 1 次, 多至 3 次) 4. 维保代步出行服务 - 代步车: 蔚来车型或同级别, 或 - 出行礼券: 350 元/天, 或 - 积分礼偿: 3500 分/天 5. 维保取送车服务: 不限次数, 专人上门取送车 6. 事故安心服务: 重大事故现场代客值守 7. 上门补胎服务: 不限次数 8. 增值服务: 35 张增值服务券, 可按需兑换: - 洗车: 普洗 1 次/1 张; 精洗 1 次/2 张; 当天至多洗 2 次 - 代驾: 10 公里/张, 3 公里内免零头(单次 10 公里以上); 单次服务可使用多张; 单次服务免费等待 30 分钟 - 机场代泊: 1 天/张 - 到期未用完, 按照 500 积分/券回购 9. 爱车积分: 全年多至 9000 分: 当月如果未使用免费维修, 次月奖励 750 积分 10. 年检代办服务 11. 增强流量服务: 每月流量 15G
保险无忧	保险费用 + 1680 元/年, 适用于在售全系车型的新购与续购	1. 保险: 通过蔚来选购合作保险公司的保险产品, 需购买交强险、三者险(100 万起)、车损险 通过蔚来选购合作保险公司的保险产品 2. 划痕补漆服务: 提供多至 2 个覆盖面的喷漆服务, 3. 基础保养: 1 次基础保养, 含定期检查、前雨刮刮片和空气滤芯更换 4. 维保代步出行服务 - 代步车: 蔚来车型或同级别, 或 - 出行礼券: 350 元/天, 或 - 积分礼偿: 3500 分/天 5. 维保取送车服务: 不限次数, 专人上门取送车 6. 事故安心服务: 重大事故现场代客值守 7. 上门补胎服务 不限次数 8. 增值服务 15 张增值服务券, 可按需兑换: - 洗车: 普洗 1 次/1 张; 精洗 1 次/2 张; 当天至多洗 2 次 - 代驾: 10 公里/张, 3 公里内免零头(单次 10 公里以上); 单次服务可使用多张; 单次服务免费等待 30 分钟 - 机场代泊: 1 天/张 到期未用完, 按照 500 积分/券回购 9. 爱车积分 全年如未使用划痕补漆服务, 期末一次性奖励 3000 积分 10. 年检代办服务 11. 增强流量服务 每月流量 15G
能量无忧	按年: 1.08w 元/年; 按月: 980 元/月	15 次每月的一键加电服务 (每月免费加电额度为 1000 度)

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

风险提示

车型研发及销售不及预期风险。新车型的推出将成为公司未来销量增长的有力驱动，同时传统车企、新势力及互联网硬件公司都在加速布局新能源车赛道，部分车型将对公司现有市场造成一定挑战，若公司自身车型研发及销售不及预期，或将使得公司收入增长不及预期。

新品牌推进不及预期。公司未来将推出大众品牌，下探到更加广阔的中端市场，若公司产品下探不顺利或者未能得到消费者的认可，或导致公司中长期成长空间受限，中长期销量增速不及预期。

上游零部件供应波动风险。由于疫情反复及新能源车产量快速增长，或造成电池、芯片等零部件供应波动，影响公司产量。

负面舆情风险。公司作为较为年轻的豪华品牌，持续的负面新闻可能会损害公司建立不久的品牌形象，或导致公司新订单下滑、销量不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com