

蔚来 (NIO.N) : 新车上市, 蔚来可期

YING UE

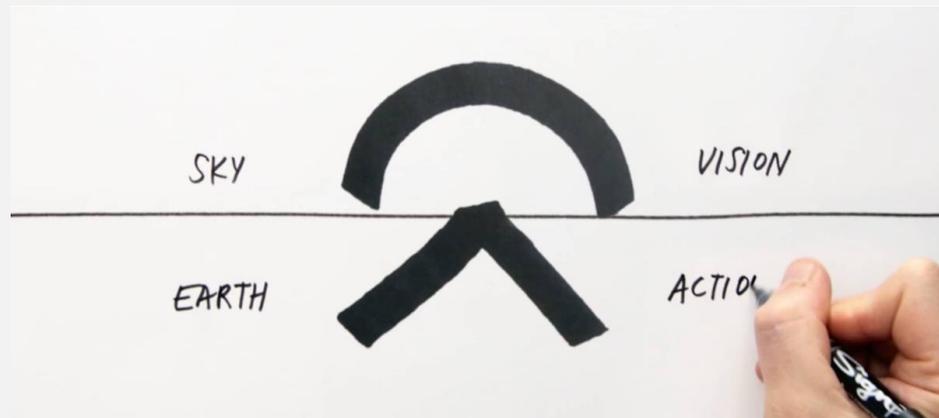
SFCCERef:BFN311

magnis@futuhk.com

SHAOWEI YOU

chandleryou@futunn.com

2022年04月06日



核心观点：蔚来2025年目标价45.5美元，预计三年翻倍

- **我国乘用车保有量以及新能源车渗透率仍有较大提升空间：**我国新能源车渗透率从2018年的4.47%提升至2021年的13.4%，受益于政策鼓励、技术进步以及油价高企等因素，预计到2025年我国新能源车渗透率可以达到30%。
- **预计蔚来市占率将会继续增长：**当前蔚来在新能源车行业的市占率为2.74%，受益于蔚来ET5/ET7/ES7等新车型推出以及考虑蔚来核心竞争力以及技术壁垒与品牌壁垒构建的护城河，参考燃油车市场格局，预计蔚来在新能源车市场市占率将提升至4.4%（相当于汽车市场市占率1.32%）。
- **蔚来市值有一倍以上的成长空间：**按照分部估值测算，蔚来目标总市值4896.7亿（车辆业务部分目标市值3713亿元+服务部分目标市值1183亿元），较当前市值2146亿有一倍以上成长空间，目标价45.5美元，预计实现年均收益率29%。

表：蔚来（NIO.N）车辆销售部分与服务部分市值测算

车辆部分贡献市值	2021	2025E	服务部分贡献市值	2021	2025E
我国汽车销量（万辆）	2627.50	2957.27	蔚来累计销量（万辆）	16.71	118.42
新能源车渗透率（%）	13.40%	30.00%	单台车服务收入（万元）	1.78	2.00
新能源车销量（万辆）	352.05	887.18	蔚来服务以及收入（亿元）	29.67	236.67
乘用车占比（%）	94.71%	97.07%	预计蔚来服务业务估值水平PS	—	5
新能源乘用车销量（万辆）	333.42	861.18	蔚来服务业务市值（亿元）	—	1183.35
蔚来市占率（%）	2.74%	4.40%	蔚来2025年目标总市值（车辆+服务，亿元）		4896.70
蔚来销量（万辆）	9.14	37.89	蔚来2025年目标总市值（亿美元）		769.92
蔚来单车均价（万元）	36.28	40.83	美元对人民币汇率		6.36
蔚来车辆收入（亿元）	331.70	1547.23	蔚来2025年目标价（美元）		45.50
蔚来车辆部分毛利率（%）	20.06%	25.00%	蔚来股本（亿股）		16.92
蔚来车辆部分净利率（%）	—	6.00%	蔚来收盘股价（20220331收盘，美元）		21.05
蔚来车辆部分净利润（亿元）	—	92.83	蔚来当前市值（20220331收盘，美元）		356.17
预计蔚来车辆业务估值水平PE	—	40	蔚来当前市值（20220331收盘，人民币）		2265.2
蔚来车辆业务贡献市值（亿元）	—	3713.35	蔚来3年复合收益率		29.30%

蔚来投资逻辑

汽车销量空间

- ✓ 人均汽车保有量相对于发达经济体仍有一倍以上提升空间,预计未来汽车年销量将会稳步增长

新能源车销售渗透率仍有大幅提升空间:

- ✓ 2021年渗透率仅为13.4%，预计到2025年可达到30%

新能源车销量空间

蔚来历史市占率逐渐提升:

- ✓ 2019年1.94%提升至2021年2.74%

预期蔚来市占率仍有提升空间:

- ✓ 蔚来将于2022年推出ET7与ET5，其中ET5性价比较高，有成为爆款潜力，同时ET7与ET5为轿车，其上市将会补全蔚来产品线，不会影响蔚来现有产品销售

蔚来竞争优势与护城河

长期研发投入形成技术壁垒:

- 从研发投入到大规模量产至少需要3年以上时间，目前蔚来研发费用率已达到12.71%，全年研发投入达到46亿元
- 蔚来发布了首个自动驾驶平台系统NAD，拥有全栈自动驾驶技术能力

特有服务提升用户品牌忠诚度:

- 品牌认同的构建是一个长期的过程
- 换电模式解决行业痛点：缓解续航焦虑，节省车主时间，提升用户体验
- NIO House提升蔚来车主归属感，营造用户社群增加用户粘性

- ✓ 车辆单价较高体现产品力强：蔚来平均单价整体较高，属于高端车型

蔚来净利润

蔚来净利率亏损整体收窄，具备变现潜力:

- ✓ 根据管理层指引蔚来将于2024年实现盈利，目前亏损主要是由于蔚来研发投入较大导致

蔚来毛利润

蔚来车辆销售毛利率提升体现规模效应:

- ✓ 蔚来毛利率于2020Q2由负转正，2021年毛利率已经达到20%，预计随着未来车辆销售规模持续提升，规模效应将会促进毛利率继续提升

蔚来销量空间



单价



蔚来车辆销售收入

目录

1.行业与竞争：新能源车渗透率提升空间较大

2.业务介绍：车辆销售收入为主，盈利能力持续提升

3.投资逻辑：蔚来通过技术壁垒与品牌壁垒构建护城河

4.盈利预测：测算蔚来25年目标价45.5美元

我国汽车行业正在经历电动化叠加自主品牌崛起浪潮，造车新势力市占率迅速提升

电动化趋势

- 受益于碳达峰、碳中和等一系列减碳政策，使用更为清洁能源的电动车渗透率从2020年开始加速提升：我国新能源车渗透率从2018年的4.47%提升至2021年的13.4%。

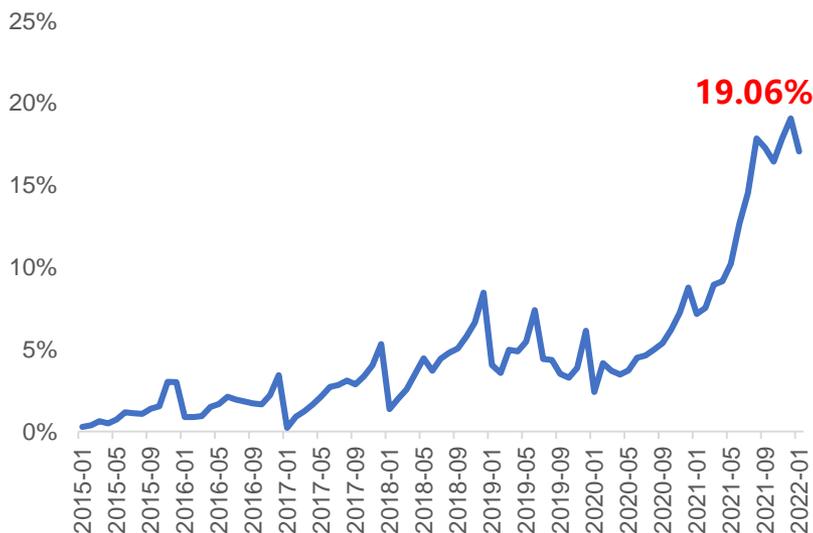
自主品牌崛起

- 自主品牌市场占有率从2019年4月的37.13%提升至2022年2月的42.6%，从长期来看自主品牌整体份额有望持续提升，且对标海外市场本土品牌市占率基本维持在70%-80%的水平（德国70.28%，日本84.18%），所以预计我国自主品牌份额有接近翻倍空间，尤其是自主品牌中的造车新势力蔚来理想小鹏三家市占率从1.12%至8.4%，预计未来提升趋势有望延续。

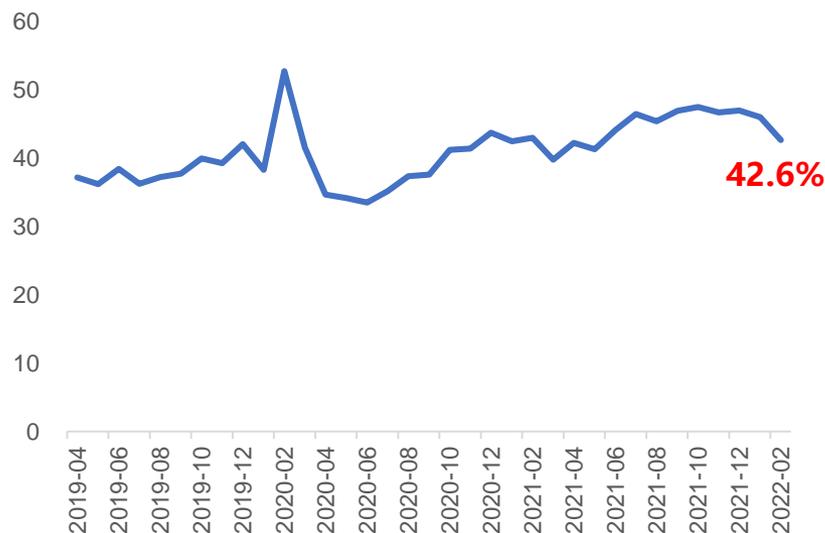
表：新能源车渗透率以及造车新势力市占率均迅速提升，万辆

	2018	2019	2020	2021
我国汽车销量	2808.06	2576.90	2531.10	2627.50
同比增长		-8.23%	-1.78%	3.81%
新能源车销量渗透率 (%)	4.47%	4.68%	5.40%	13.40%
我国新能源汽车销量	125.62	120.60	136.73	352.05
同比增长		-4.00%	13.38%	157.48%
新能源乘用车销量	105.30	106.03	124.63	333.42
蔚来理想小鹏销量合计	1.18	3.82	10.34	28.01
蔚来理想小鹏合计市占率 (%)	1.12%	3.60%	8.30%	8.40%

图：新能源车当月销售占比，%



图：自主品牌乘用车市场占有率，%



乘用车市场轿车与SUV两分天下，CR5仅为26%，市场集中度较低

乘用车市场中轿车与SUV占比各一半：

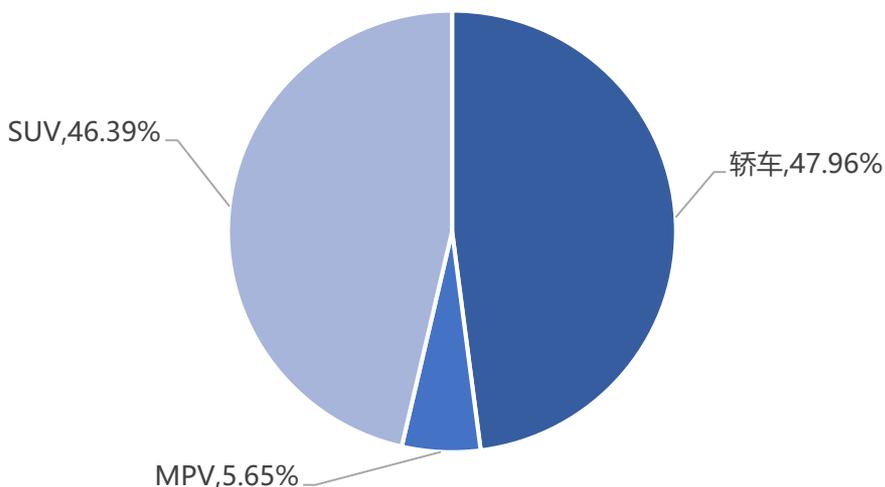
- 从2021年全年看，基本型乘用车（轿车）累计销售925.2万辆，占比47.96%，多功能乘用车（MPV）累计销售109.03万辆，占比5.65%，运动型多用途乘用车（SUV）累计销售894.99万辆，占比46.39%，目前乘用车基本呈现轿车与SUV两分天下，其面向受众有所区别，相较于轿车，SUV内部空间较大，适合家庭出行。

乘用车市场集中度较低：

- 整体来看我国乘用车市场较为分散，CR5仅为26.11%，CR10为44%，前十乘用车厂商主要为传统车企（国企或者合资车企），车型主要是以传统燃油车为主，受到新能源车渗透率提升冲击，传统车企销量与份额均受到一定程度影响。

注：SUV（Sport Utility Vehicle）为运动型多用途汽车；MPV（multi-Purpose Vehicles）为多用途汽车；CR5为市场前五名市场份额总和

图：2021年乘用车各车型市场零售份额，%



图：2021年前十乘用车厂商销量排名，万辆

	2021	2020	同比	份额
一汽大众	177.84	211.03	-15.73%	6.77%
上汽大众	145.71	156.80	-7.07%	5.55%
上汽通用	127.73	140.66	-9.20%	4.86%
吉利汽车	121.30	124.75	-2.77%	4.62%
东风日产	113.49	121.19	-6.35%	4.32%
长安汽车	111.60	94.21	18.46%	4.25%
上汽通用五菱	96.69	81.82	18.18%	3.68%
长城汽车	94.88	83.64	13.44%	3.61%
一汽丰田	84.63	78.76	7.45%	3.22%
广汽丰田	84.04	76.03	10.54%	3.20%
我国汽车总销量	2627.50	2531.10	3.81%	
CR5	26.11%			
CR6	44.07%			

纯电动车占新能源车比例为80%，占比小幅上升

新能源车以纯电动车为主，占比约80%

- BEV(Battery Electric Vehicle)，即纯电动车：无油箱、排气系统等，完全依靠电力驱动。
- PHEV(Plug-in Hybrid Electric Vehicle)插电式混合动力车：可以插电也可以加油，在短程行驶时可以纯电行驶，在长途行驶时可以汽油辅助行驶。

整体来看细分赛道不同（SUV/轿车，纯电动/混动）会导致市场空间出现差异，从而影响投资逻辑，从趋势来看BEV占比逐渐上升，PHEV占比逐渐下降。

表：新能源车细分种类市场格局，万辆

	2018	2019	2020	2021	CAGR
EV	98.48	101.00	111.08	298.89	44.78%
其中：BEV	74.18	80.57	90.98	244.40	48.80%
PHEV	24.30	20.44	20.09	54.49	30.89%
BEV占比	75.32%	79.77%	81.91%	81.77%	
PHEV占比	24.68%	20.23%	18.09%	18.23%	

图：乘用车车型划分



造车新势力股价与销量较为相关，而且三家呈现同涨同跌趋势

蔚来理想小鹏三家股价涨跌趋势相同

- 目前来看蔚来理想小鹏三家并没有进入到存量竞争阶段，三家的关系并不是非此即彼的，完全可以考虑构建组合投资。

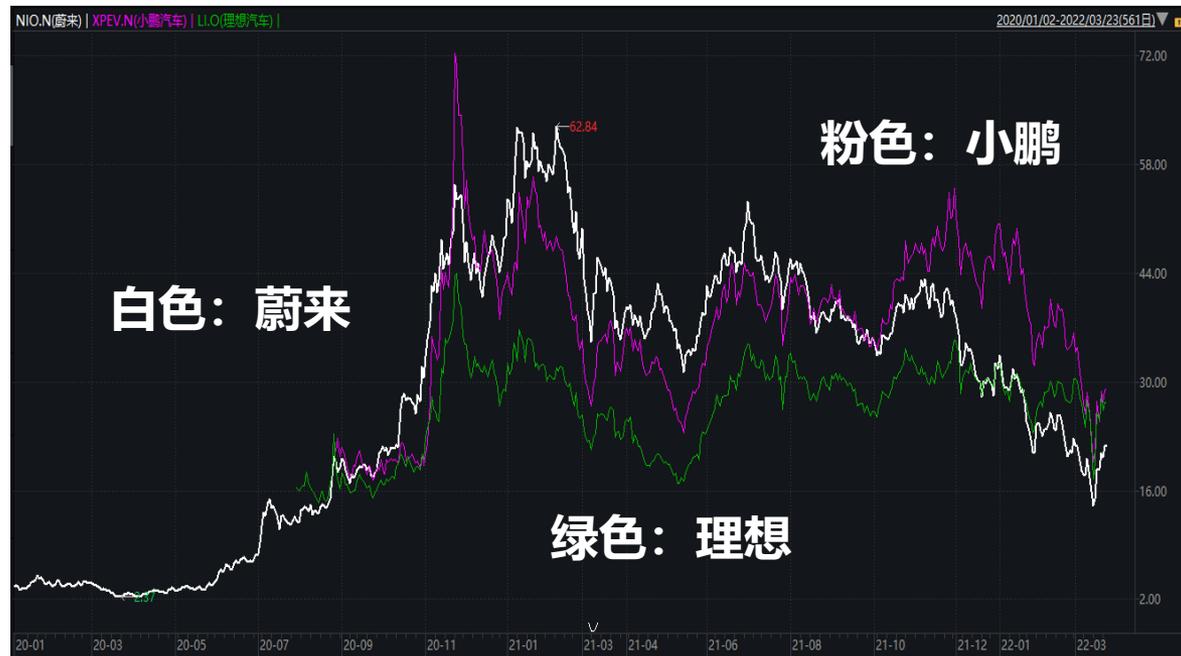
造车新势力股价与销量较为相关

- 蔚来理想小鹏在2020年涨幅较大的背后是销量出现大幅环比增长，股价上涨的逻辑也是比较扎实的，但当2021年销量出现环比增速大幅下降，其股价也出现大幅回调。

2021年小鹏与理想表现更好

- 在2021年小鹏与理想股价相对蔚来表现是要好一些的背后也是在销量方面两家也是在追赶蔚来。

表：对比三家销量环比与股价涨跌幅



表：对比三家销量环比与股价期间涨跌幅

销量环比 (%)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	
蔚来		169.18%	18.15%	42.17%	15.60%	9.15%	11.61%	2.43%	
小鹏		42.14%	165.74%	51.13%	2.90%	30.42%	47.52%	62.67%	
理想		128.04%	31.13%	67.02%	-13.03%	39.72%	42.91%	40.23%	
合计		123.91%	46.03%	52.09%	2.68%	23.68%	32.27%	35.61%	
股价涨跌幅 (%)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
蔚来	-30.85%	177.70%	174.87%	129.69%	-20.02%	36.48%	-33.03%	-11.09%	-30.97%
小鹏				113.40%	-14.76%	21.67%	-19.99%	41.62%	-42.22%
理想				65.78%	-13.28%	39.76%	-24.76%	22.10%	-15.02%

小鹏销量反超蔚来原因分析：产品矩阵丰富（轿车+SUV）+价格带错位

小鹏产品矩阵合理，形成明显错位

• 小鹏的产品线形成了明显的价格错位，P5和P7虽然都是轿车，但由于价格区间形成比较大差异，面向受众不同，所以P5在9月上市以及之后的产能爬坡的过程中并未冲击P7的销售。

蔚来目前产品全部都是SUV且价格带有重叠

• 目前蔚来的产品还都是SUV，所以ET7和ET5上市意义较大，另外ES6与EC6价格高度重叠，并未明显区分消费者。

表：蔚来的产品布局主要集中在高端SUV上，辆

	2018	2019	2020	2021	价位	定位
ES8	11348	9132	10861	20050	46.8-56.6	旗舰高级智能SUV
ES6		11433	27945	41474	35.8-46.8	高级智能电动SUV
EC6			4922	29905	36.8-46.8	高端智能电动轿跑SUV
销量合计	11348	20565	43728	91429		

表：小鹏与理想在2021Q3单季度销量超过蔚来，辆

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
蔚来	3838	10331	12206	17353	20060	21896	24439	25034
小鹏	2271	3228	8578	12964	13340	17398	25666	41751
理想	2896	6604	8660	14464	12579	17575	25116	35221
合计	9005	20163	29444	44781	45979	56869	75221	102006

表：小鹏月度销售数据显示P5上市并没有挤压P7销量，辆

	2021M7	2021M8	2021M9	2021M10	2021M11	2021M12	价位	定位
P7	6054	6165	7512	6044	7839	7459	23.99-28.59	智能轿跑
P5			244	437	2154	5030	16.27-22.93	智能家轿
G3及G3i	1986	1049	2656	3657	5620	3511	14.98-18.58	智能SUV
合计	8040	7214	10412	10138	15613	16000		

当前市场以三十万元以下车型为主（占比约90%），小鹏较蔚来整体价格水平偏低

当前市场以三十万以下车型为主，不过高端车市场份额在缓慢提升

• 2021年高端车型（大于三十万）的市场份额占比为10.5%，较2020年稍有提升，这一方面是由于消费水平提升，消费者更加青睐高端车型，另一方面也是由于近期大宗商品涨价幅度较大，同一车型价格水平稍有提升。

小鹏价格在15-30万元之间，蔚来在35万元以上

• 30万元价格是个明显的分水岭，销量集中在三十万元以下，所以蔚来的销量被小鹏反超是可以理解的，因为一个豪华车的销量必然要比一个中端车低，卖35万以上的车比较难以卖的过15-30万这一段，市场容量至少是5倍以上的差异。

图：高端车型目前占比已经到达10.5%



表：新势力车型价格型号比较

厂商	车型	型号	补贴后售价
蔚来	SUV	ES8	46.80-56.60
		ES6	35.80-46.80
		EC6	36.80-46.80
		ES7	未披露
	轿车	ET7	43.67-51.34
		ET5	32.80-38.60
理想	SUV	理想ONE	33.80-34.80
小鹏	SUV	G9	未披露
		G3	16.89-20.39
	轿车	P7	23.99-42.99
		P5	17.79-24.29
特斯拉	SUV	ModelX	93.99-99.99
		ModelY (国产)	31.69-41.79
	轿车	ModelS	88.99-105.99
		Model3 (国产)	27.99-36.79

目录

1.行业与竞争：新能源车渗透率提升空间较大

2.业务介绍：车辆销售收入为主，盈利能力持续提升

3.投资逻辑：蔚来通过技术壁垒与品牌壁垒构建护城河

4.盈利预测：测算蔚来25年目标价45.5美元

蔚来公司概览

蔚来汽车18年纽交所上市:

- 2014年11月，蔚来汽车正式成立
- 2018年6月量产ES8，并完成了首次交付
- 2018年9月，于纽交所挂牌上市

蔚来22年将交付两款车型，有望驱动销量快速增长:

- 预计22年3月28日交付自动驾驶旗舰轿车ET7
- 预计22年9月交付中型智能电动轿跑ET5

发布自动驾驶平台系统NAD体现技术研发实力

- 包括Aquila蔚来超感系统、Adam蔚来超算平台等

提供多种差异化服务提升用户品牌忠诚度与归属感

- NIOHouse、NIOPower换电、多种增值服务

蔚来EP9电动超跑



蔚来Aquila超感系统



Aquila蔚来超感系统，拥有33个高性能感知硬件，包括1个超远距高精度激光雷达、7颗800万像素高清摄像头、4颗300万像素高感光环视专用摄像头、1个增强主驾感知、5个毫米波雷达、12个超声波传感器、2个高精度定位单元和V2X车路协同。实现融合感知，定义了量产车自动驾驶感知系统的全新标准。

蔚来为造车新势力之一，主要受收入来自于汽车销售，在全球都有布局

公司介绍

- 蔚来成立于2014年11月，设计、开发、联合制造和销售优质智能电动汽车，推动自动驾驶、数字技术、电动动力总成和电池等下一代技术的创新，蔚来汽车拥有行业领先的电池更换技术、BaaS（电池即服务），以及其专有的自动驾驶技术和ADaaS（自动驾驶即服务）。
- 蔚来于2016年5月与江淮汽车签署代工合作协议，之后于2018年6月交付第一款旗舰SUVES8，之后基本以每年一款的速度推出新车型，但在2021年并未推出新款车型，从某种程度上影响了蔚来2021年的销售，但在今年蔚来将会有两款车型推出，预计会大幅拉动蔚来销售增长

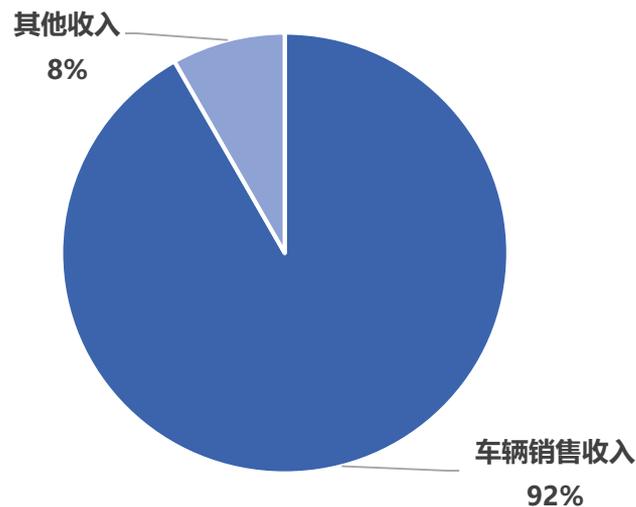
蔚来车辆销售业务收入占比92%

- 蔚来2021年总收入361.36亿元，同比增长122.37%，其中车辆销售收入331.7亿元，其他收入29.67亿元，2021年蔚来汽车总交付量为91429辆，同比增长109.1%，公司车型也较为豪华，平均单台车辆均价36.28万元。

图：蔚来产品矩阵

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	高端智能电动轿跑SUV
2022年3月	ET7	44.8-52.6	高端智能电动旗舰轿车
2022年9月	ET5	32.8-38.6	高端中型智能电动轿跑
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	——	——

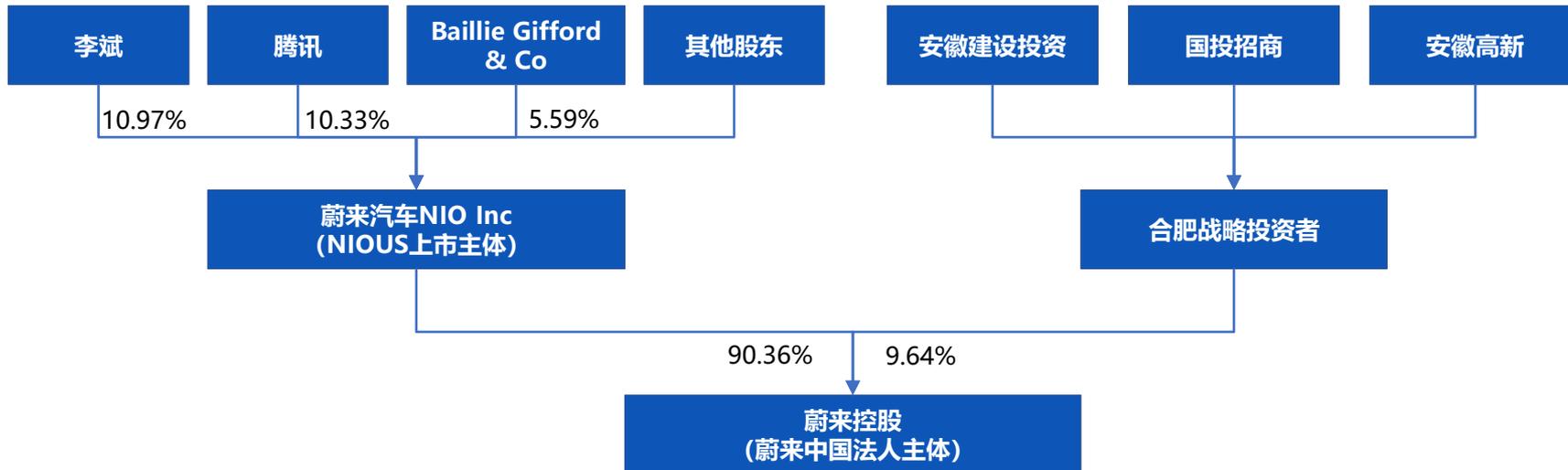
图：2021年蔚来营收分布情况



腾讯为蔚来大股东，持股比例10%

- 截至2021年2月28日，公司前三大股东分别为李斌、腾讯、Baillie Gifford。由于公司采用ABC股权结构（投票权1:4:8），创始人李斌持股比例为10.6%，投票权比例为39.3%；腾讯持股比例为10.0%，投票权比例为17.9%；Baillie Gifford持股比例为6.6%，投票权比例为3.5%。蔚来中国：2020年2月，蔚来与合肥市签署框架协议，中国总部落户合肥。
- 2020年4月，蔚来与合肥建设投资、国投招商、安徽高新（统称为合肥战略投资者）签订最终协议：蔚来将在中国的核心业务和资产（包括汽车研发、供应链、销售和服务以及蔚来动力，估值177.7亿元）注入蔚来中国，并投资42.6亿元现金；战略投资者将向蔚来中国投资70亿元现金。蔚来中国作为公司境内实体，为人民币融资打通了渠道。之后，经过增资和两轮回购，截至2021年2月28日，蔚来持有蔚来中国90.36%的控股股权。2021年2月，蔚来与合肥市政府签署深化合作框架协议，合肥市将对蔚来中国进行股权投资所获的资本收益，用于支持蔚来及合肥智能电动汽车产业集群的发展。

图：蔚来股权结构



注：蔚来汽车NIOInc.持股比例截至2021年12月31日；蔚来控股持股比例截至2021年3月31日

蔚来受多家大型金融机构青睐，更受到合肥市政府大力支持

- 蔚来在2020年年初陷入困境，资金链遭遇压力，但在关键时刻合肥市政府出手相助，蔚来后与合肥市签署合作框架协议，根据协议内容蔚来汽车中国总部项目将落户合肥，该项目包括在合肥成立蔚来汽车中国总部，建立研发、销售、生产基地，打造以合肥为中心的中国总部运营体系。

图：江淮蔚来合肥先进制造基地

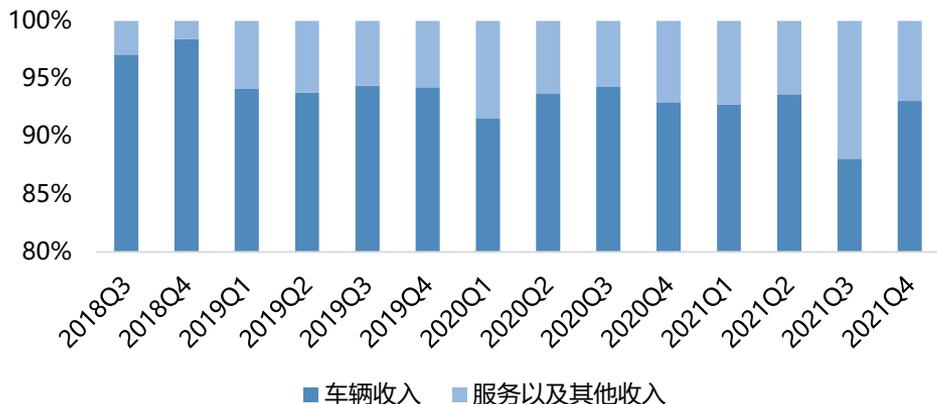


表：蔚来历次融资事件

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、BaillieGifford&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	BaillieGifford&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	——

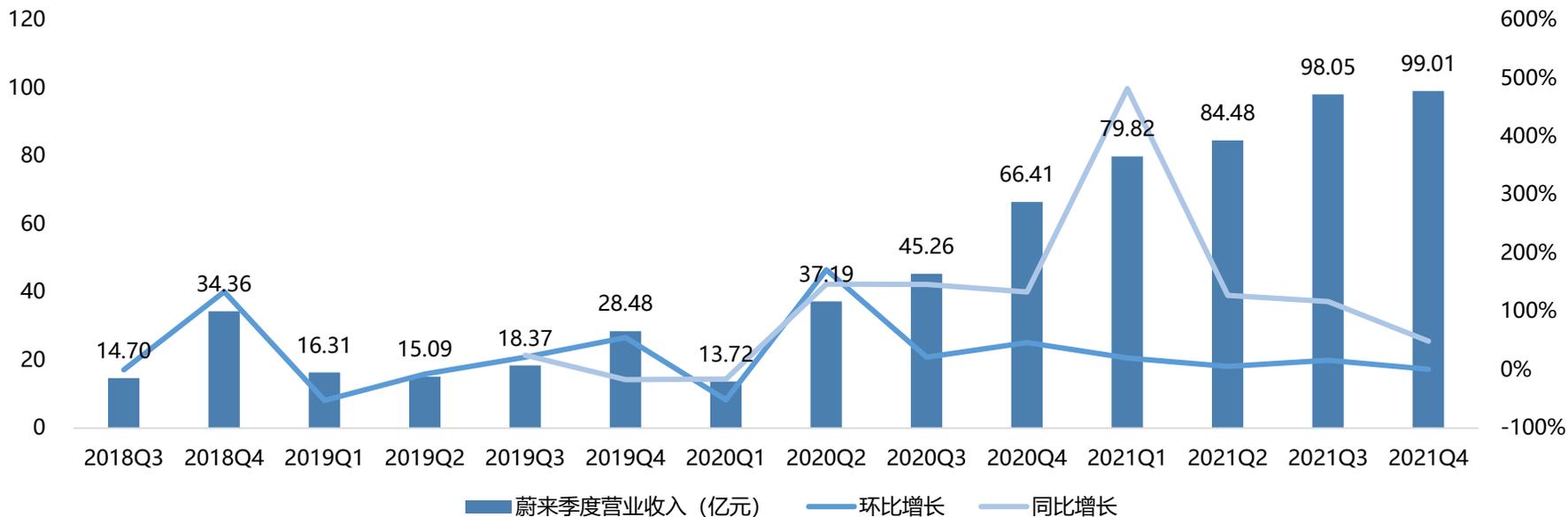
蔚来季度收入持续增长，其中服务收入占比缓慢提升

表：蔚来服务收入占比缓慢提升



- 蔚来季度收入持续提升主要是由于蔚来在2018年6月交付第一款旗舰SUVES8，之后又在19年和20年相继推出ES6和EC6，但由于蔚来在2021年末推出新车型，所以收入增速稍有放缓
- 同时公司仍有部分收入来自于服务以及其他业务，其他业务包括能源包、服务包、自动辅助驾驶，以及充电桩和延长保修等产品和服务，例如“车电分离、电池租用、可充可换可升级”的电池服务模式 Baas等等

表：蔚来季度收入持续增长



蔚来核心车辆销售业务盈利能力持续提升

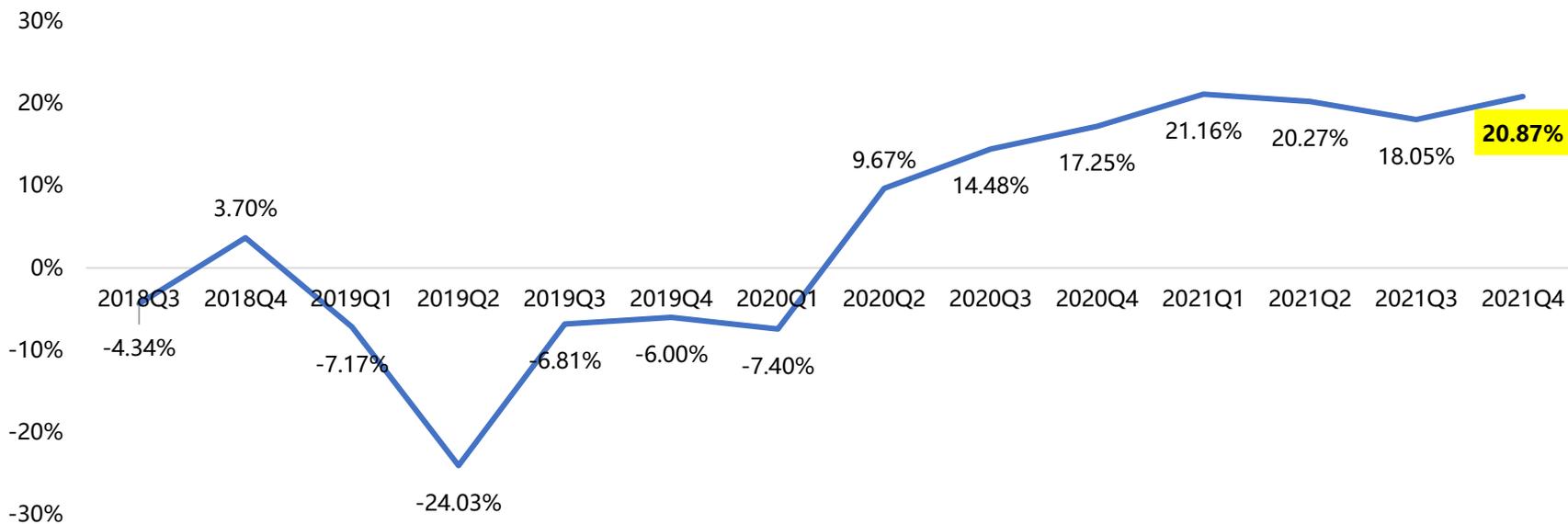
毛利率持续提升

- 受益于制造规模效应以及产能逐渐爬坡，蔚来毛利率持续提升，在2020Q2首次实现车辆部分毛利率转正达到9.67%，之后几个季度也呈现持续提升趋势

原材料成本压力影响今年一到两个点的毛利率

- 公司给出2022年车辆毛利率指引为18%-20%，较2021年车辆毛利率20%稍有下降主要考虑原材料上涨的因素：上游原材料主要为动力电池（碳酸锂）、芯片、钢铁等大宗商品

表：蔚来车辆销售业务毛利率持续提升



蔚来目前研发投入较高导致亏损，能否形成研发成果还需跟踪

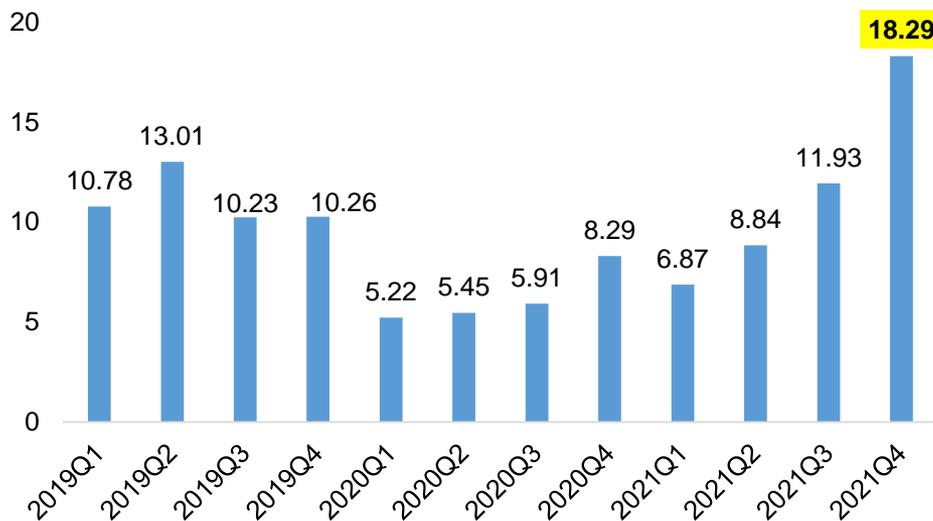
蔚来研发投入较高导致亏损

- 公司当前的四季度研发费用已经达到18.3亿元，同比增长120%，环比增长53.3%，从全年来看蔚来研发费用为45.92亿元，同比增长84.6%，公司研发费用大幅增长主要是由于研发团队人员数量增长导致。

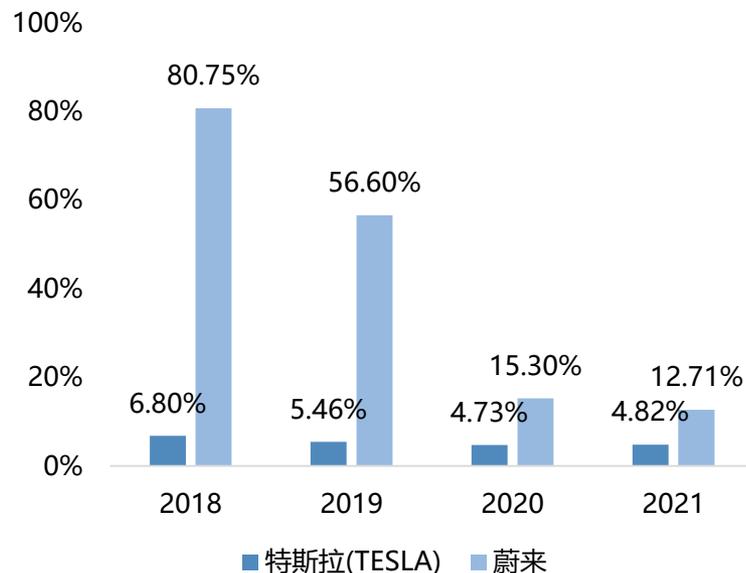
蔚来研发费用率比特斯拉还要高

- 目前公司研发费用率已经到达一个比较高的水平：2021年公司整体研发费用率为12.7%，对比同期特斯拉研发费用率仅为4.8%。蔚来战略是毛利率能覆盖销售费用率和管理费用率（SG&A），而目前大幅亏损主要是研发投入增加较多导致的，同时公司预计年底研发团队规模将会增加到9千人。公司这样强调研发是可能形成较强的技术壁垒的，但研发成果转化以及落地效果（比如能否明显提升用户驾驶体验等）还需要持续观察。

表：蔚来21年四季度研发投入大幅增加，亿元



表：特斯拉与蔚来研发费用率比较，%



目录

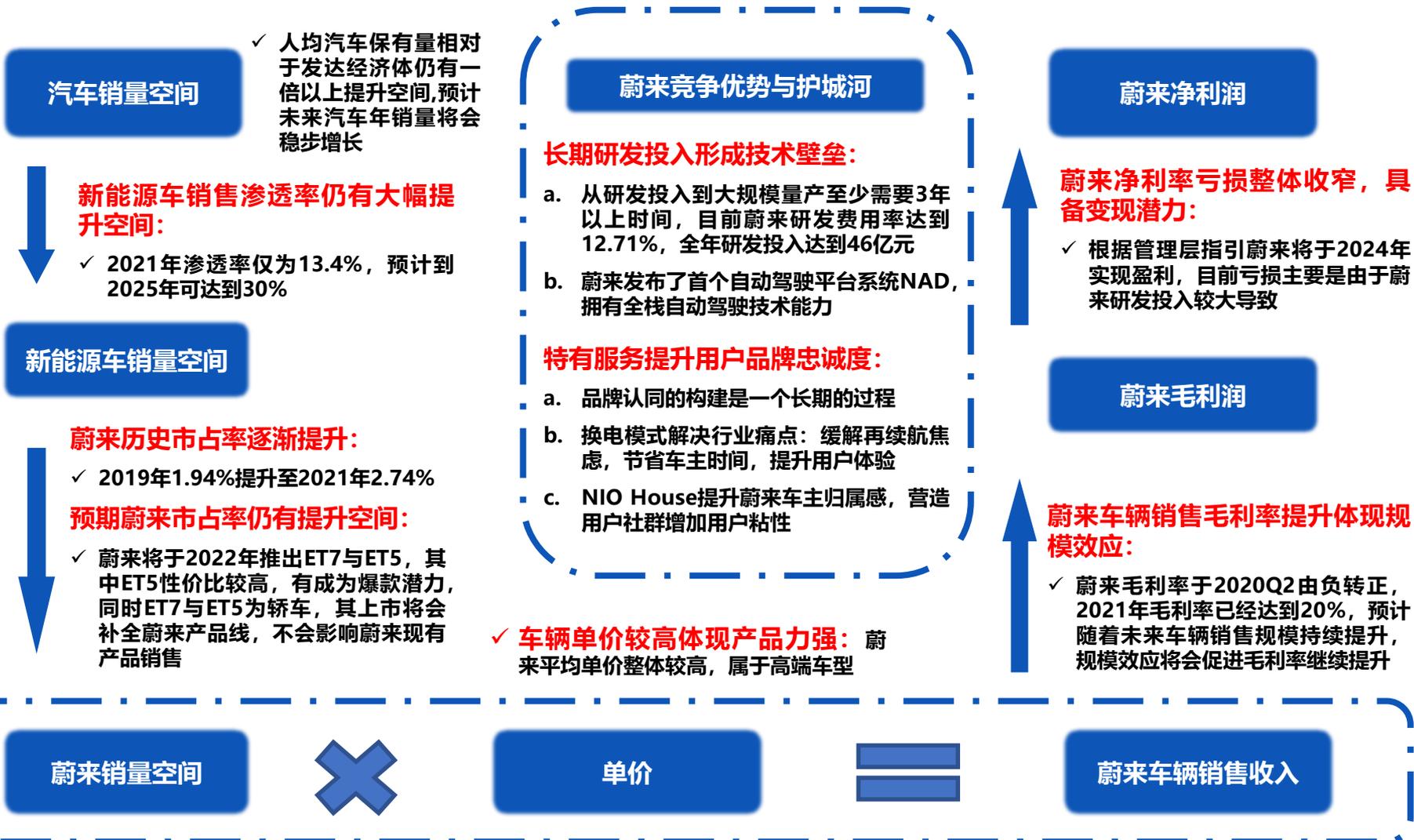
1.行业与竞争：新能源车渗透率提升空间较大

2.业务介绍：车辆销售收入为主，盈利能力持续提升

3.投资逻辑：蔚来通过技术壁垒与品牌壁垒构建护城河

4.盈利预测：测算蔚来25年目标价45.5美元

蔚来投资逻辑



我国人均汽车保有量仍有一倍以上增长空间

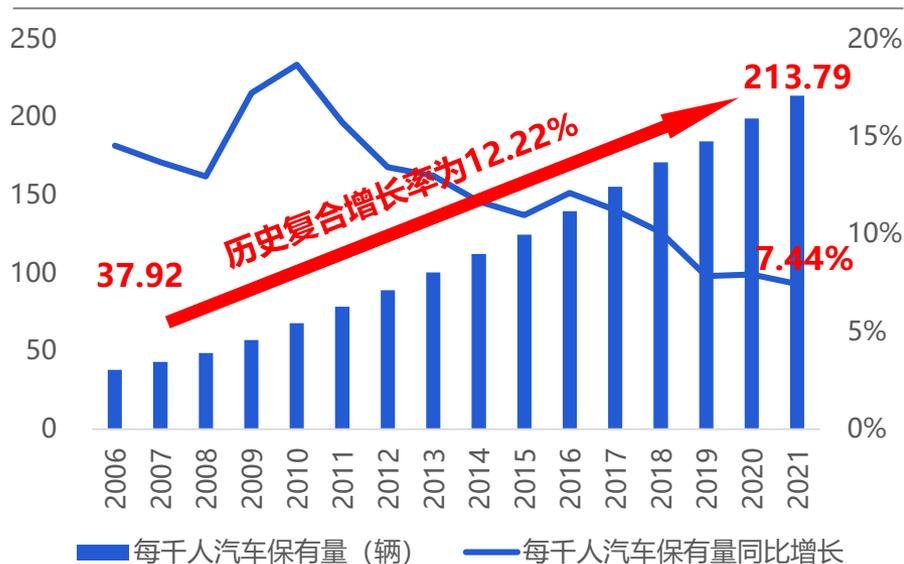
纵向看：我国千人汽车保有量持续增长：

- 我国汽车每千人保有量从2006年的38辆提升至2021年的214辆，15年CAGR为12.22%，从历史惯性角度来看，我国千人汽车保有量增长势头可持续，近几年增速稍有下降但仍能维持7%-8%左右的增速

横向看：对比其他发达经济体，中国汽车保有量处于低位，行业仍有较大空间：

- 目前美、日、德等发达国家该指标都在550辆以上，韩国也在450辆以上，我们仍处于日韩70-80年代水平，假设我们千人汽车保有量能到达韩国水平，则人均汽车保有量仍有翻倍空间

图：我国汽车每千人保有量稳步提升，辆/千人



表：对标发达经济体我国每千人汽车保有量仍有较大提升空间

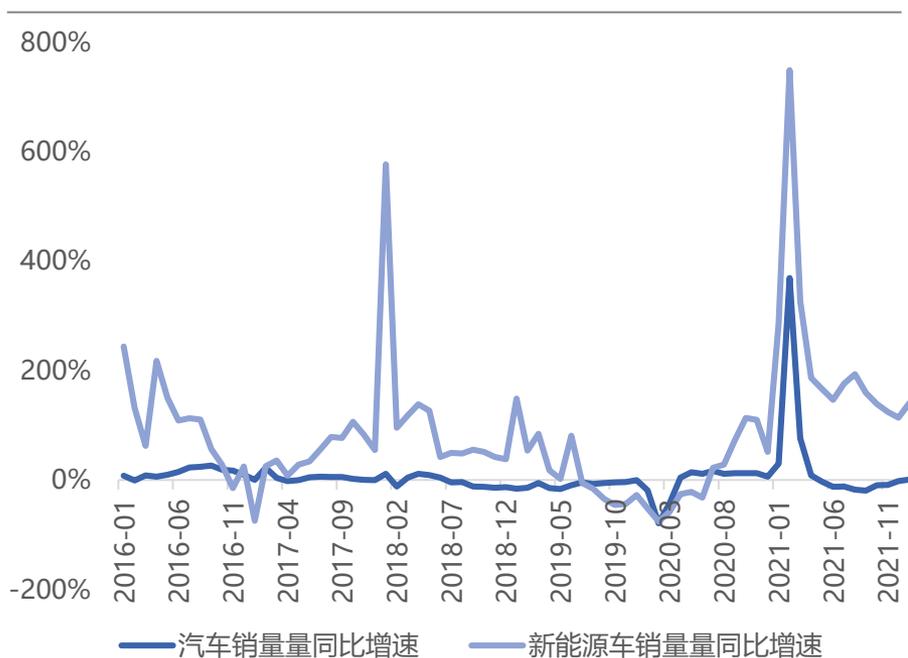
国家	每千人汽车保有量 (辆/千人)	2020年人均GDP (万/美元)
美国	910	6.35
澳大利亚	740	5.18
意大利	679	3.17
加拿大	662	4.32
西班牙	593	2.71
日本	591	4.01
德国	572	4.57
英国	519	4.03
法国	578	3.86
韩国	459	3.15

新能源车销售渗透率仍有大幅提升空间：2021年渗透率仅为13.4%

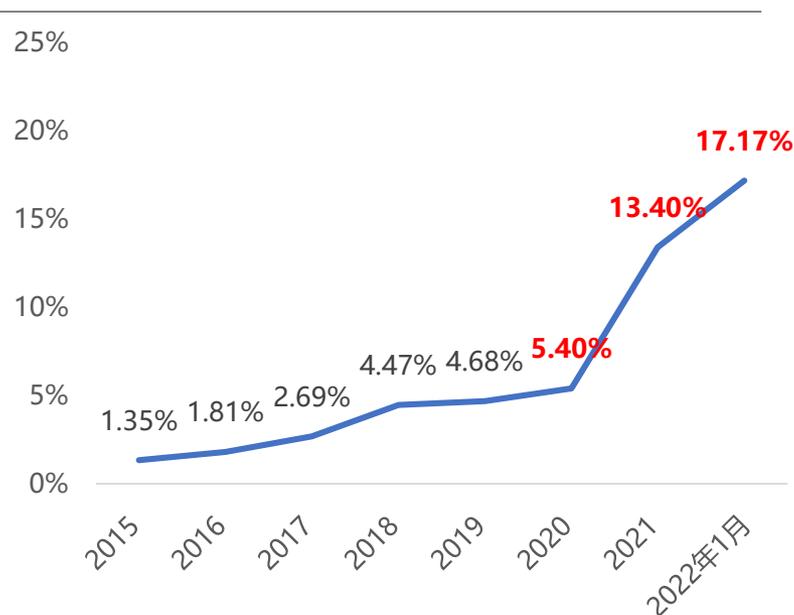
多方面因素包括共同政策端的支持、产品端的迭代共同驱动了新能源车的快速增长，未来渗透率仍有较大提升空间：

- 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
- 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：2020年下半年后新能源汽车月销量增速大幅领先燃油车



图：新能源汽车渗透率加速提升



油价大幅上涨有利于提升新能源车渗透率

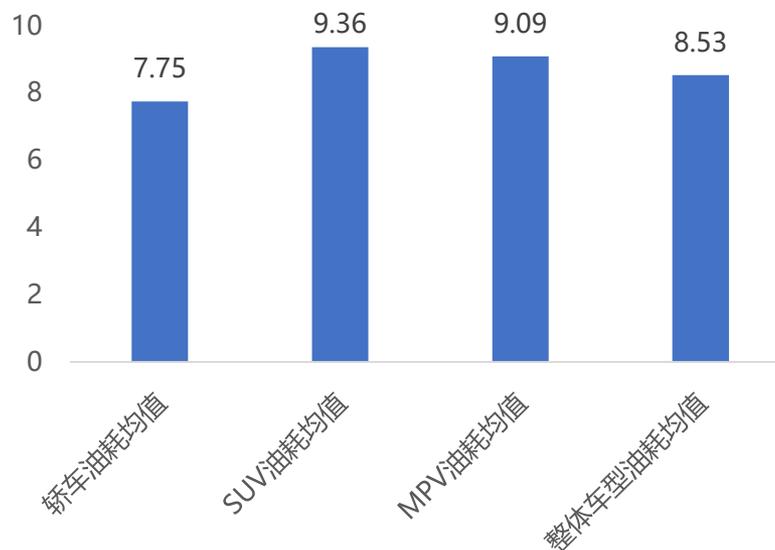
电动车驾驶成本低于燃油车，并且差距还在拉大

- 燃油车每百公里驾驶成本为70元左右：按照平均百公里耗油8.53L，每百公里成本增加5元左右，按全国92号汽油最新平均价格为：8.35元每升（2022年03月20日），即每百公里燃油成本为71.23元
- 电动车每百公里驾驶成本为10-20元左右：中国城市居民使用一度电的价格一般是在0.56-0.62元一度电左右。一般工业用电价格为0.86~1.80元一度电。按电动车每百公里耗电为15-20度计算，电动车每百公里成本在10-20元左右
- 油价大幅上涨长期来看有利于提升新能源车渗透率：燃油价格大幅提升短期来看会减少居民开车出行意愿，长期来看会提升新能源车对于消费者吸引力，从比较来看燃油车每百公里燃油成本在70元左右，电动车电力成本在10-20元左右，燃油成本显著高于电力成本，而且差距还会随着油价上涨不断拉大

图：95号汽油市场价格，元/吨



图：各车型油耗比较，升/百公里



蔚来目前市占率为2.6%，仍有较大提升空间

蔚来历史市占率提升：

- 2021年蔚来市占率出现小幅回调，很大程度上是由于蔚来在2021年并没有推出新车型，面临竞品挤压

预期未来几年市占率仍有提升的驱动因素：

- 蔚来将于2022年推出ET7与ET5，其中ET5性价比较高，有成为爆款潜力

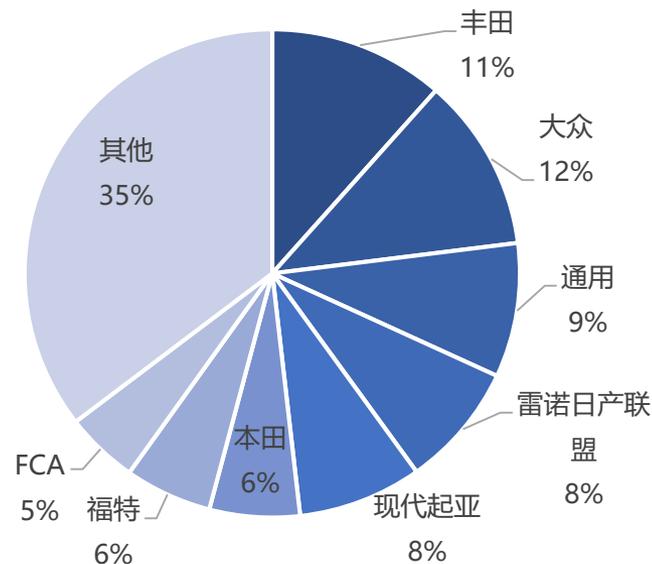
对标全球燃油车市场，蔚来市占率仍有较大提升空间：

- 全球头部车企市占率普遍在5-10%，而蔚来在国内市场期望市占率预计达到10%-15%，较目前仅2.6%的市占率有较大提升空间

表：蔚来市占率整体呈现提升趋势

单位：万辆	2018	2019	2020	2021	2022年1-2月合计
我国汽车销量	2808.06	2576.90	2531.10	2627.50	333.8
新能源汽车销量	125.62	120.60	136.73	352.05	61.9
蔚来销量	1.13	2.06	4.37	9.14	1.58
蔚来市占率	0.90%	1.71%	3.20%	2.60%	2.55%

图：2020年前10月各车企燃油车市占率



预计今年ET5/ET7上市将会拉动蔚来销量增长

目前蔚来产品线较为单一，新品上市意义较大

- 蔚来的产品线目前主要集中于高端SUV，而从比例来看SUV占总乘用车比例46.39%，而大于三十万的高端乘用车占比约为10%，所以发布价格相对较低的轿车ET5对于蔚来意义重大，同时由于ET5与当前蔚来的SUV产品形成错位，其上市面向受众有一定差异，所以其上市不会影响当前产品销量。

ET7在手订单数量比较乐观，符合预期

- 公司披露ET7目前在手订单数量也比媒体传闻的1.5万台多，ET7与宝马5系以及A6形成直接竞争，对标竞品1.2-1.5万台月销量，而目前蔚来四季度单月平均销量仅8345台，故预计ET7上市将会明显提升蔚来销量。

图：ET7/ET5上市可以补全蔚来产品矩阵

交付时间	车型	价位：万	车型
2018年6月	ES8	46.8-56.6	SUV
2019年6月	ES6	35.8-46.8	SUV
2020年9月	EC6	36.8-46.8	SUV
2022年3月	ET7	44.8-52.6	轿车
2022年9月	ET5	32.8-38.6	轿车

图：ET7目前开启预定抵扣活动



蔚来在国内自主品牌中属于高端品牌，通过初始推出高端跑车策略建立高端品牌认知

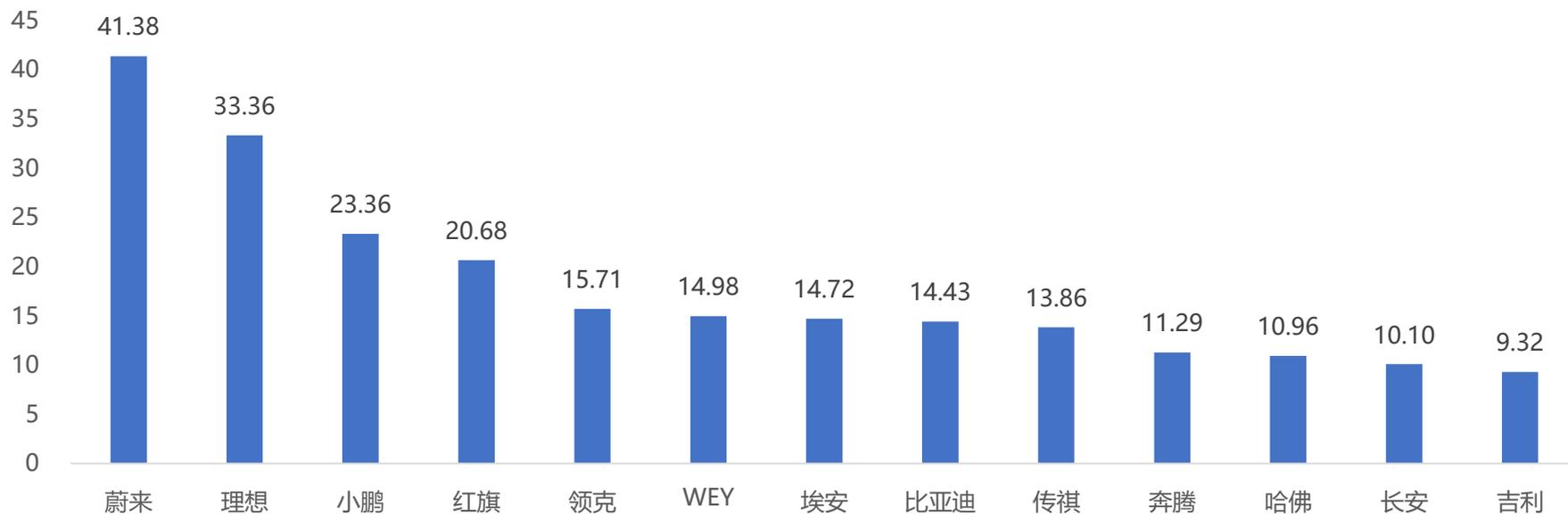
车辆单价较高体现产品力强

- 蔚来平均单价整体较高，属于国内自主品牌中少数高端品牌，其均价可以与宝马奔驰等传统豪车相比

蔚来通过跑车策略建立起品牌高端认知

- 蔚来首先于2014-2015赛季赞助Formula E国际汽联电动方程式锦标赛，其赞助的车队获得两个分赛冠军，车队选手夺得年度冠军车手；然后推出EP9跑车车型于2017年刷新纽博格林赛道北环记录，取得较好评价

2021自主品牌乘用车-单车均价排行榜，万元



蔚来品牌逐渐向下渗透，定价策略类似特斯拉

蔚来定价策略类似特斯拉

- 蔚来品牌起步高举高打，先推出跑车定位高端，再推出受众范围更大的量产SUV车型，再推出性价比车型进入大众市场

图：特斯拉与蔚来定价策略都是先出高端车后续向低端渗透

特斯拉	车型	Roadster	ModelS	Model3
				
	价格	166万元	89-106万元	25-35万元
	发布时间	2008年	2012年	2016年
蔚来	车型	EP9	ES8	ET5
				
	价格	148万美元	46.80-62.40万	32.8-38.6万元
	发布时间	2016年	2018年	2022年

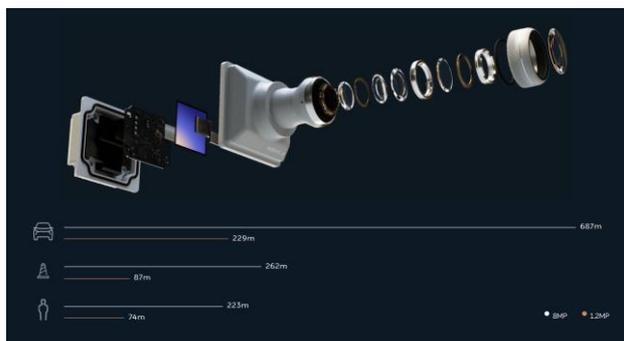
蔚来发布了首个自动驾驶平台系统NAD，拥有全栈自动驾驶技术能力

- 蔚来在NIO Day上发布了自动驾驶平台系统NAD (Nio Autonomous Driving)，NAD建立了包含感知算法、地图定位、决策控制和底层系统在内的全栈自动驾驶技术能力。NAD基于NIO Aquila超感系统、Nio ADAM超算平台设计，整套系统未来可实现多场景点到点自动驾驶。

表：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度视觉冗余 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 双电机机动力冗余

图：800万像素高清摄像头



图：超远距高精度激光雷达



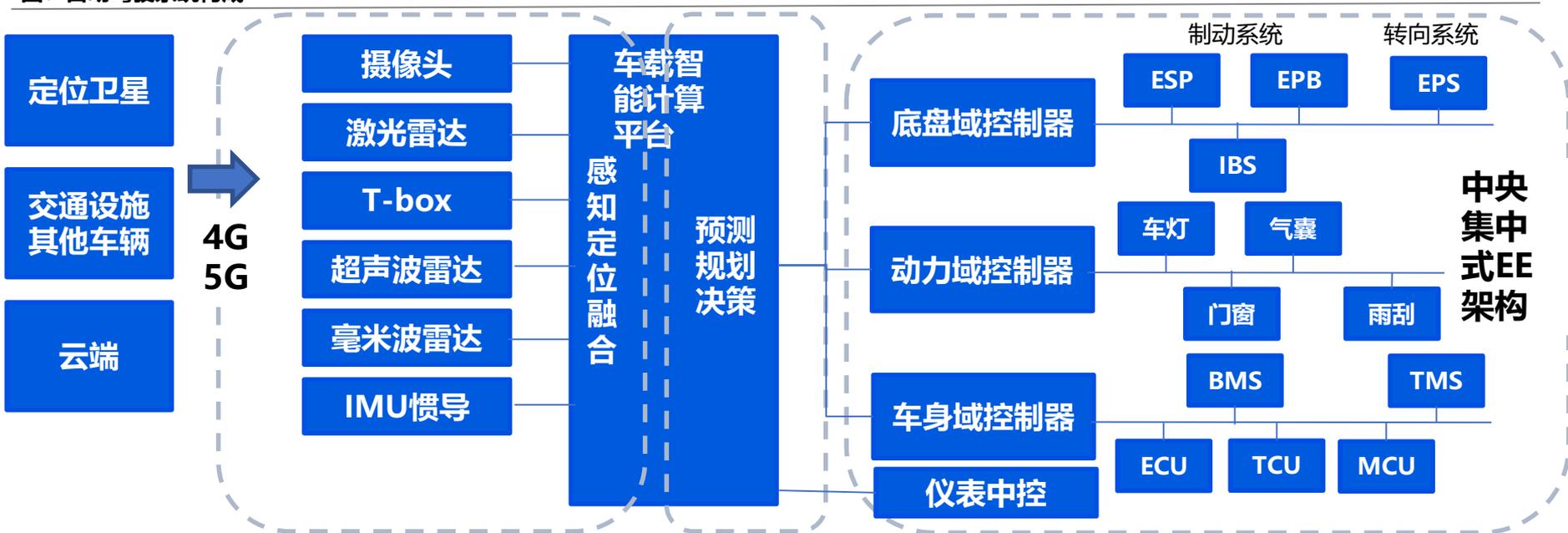
图：蔚来超算平台



智能驾驶系统通常需要云端系统和车端系统两大部分支持

- 云端包含高精地图、OTA升级以及V2X等功能，远程为车辆行驶提供帮助
- 车端系统包括感知、决策、执行三大功能

图：自动驾驶系统构成



云端：

- 高精地图
- 算法训练
- OTA升级

GNSS
V2X

感知

传感器系统：

- 障碍物探测
- 交通标志检验
- 自身状态监测
- 定位

决策

中央计算平台

- 感知融合
- 预测
- 规划
- 决策

执行

仪表中控

- 状态显示
- 驾驶员提示

底盘/动力系统

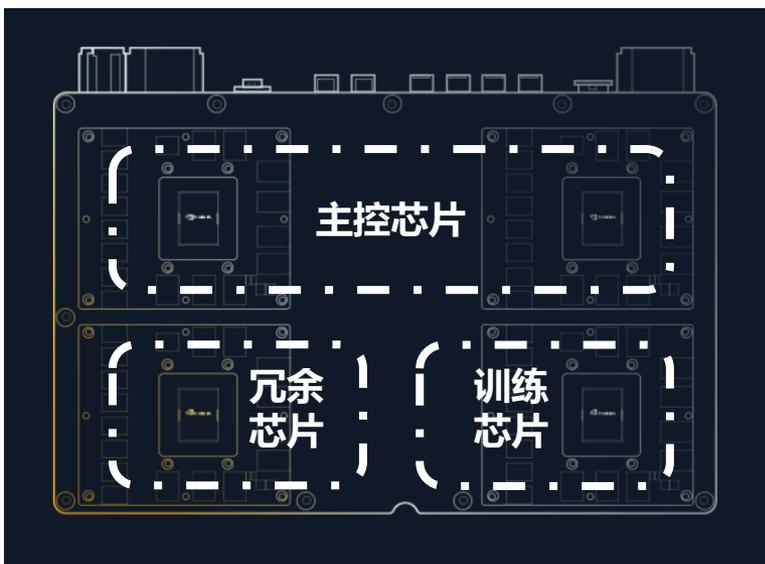
- 转向
- 制动
- 驱动

Adam蔚来超算平台：NAD的超级大脑，汽车智能的新开始

主控芯片：

- 通过两颗主控芯片，实现NAD的全栈计算，包括多方案相互校验的感知，多源组合定位，多模态预测和决策
- 充足的算力，使得NAD在处理复杂交通场景时，算的更多更准更快

图：蔚来超算平台



搭载4颗NVIDIA AD RIVE Orin芯片：

- 算力高达1016Tops，定义高端智能汽车新标准

超高带宽骨干数据网络：

- 将所有传感器的车辆系统信号输入，实时无损分配到每一个算力核心

超级图像处理流水线：

- 他拥有超高带宽的图像接口，每秒可以处理64亿像素的ISP，能够有效改善画质，增强细节，让每一个像素都服务于算法的精准和高效

实时冗余芯片

- 独立的冗余备份芯片任何一个主芯片失效，NAD都能确保安全。不仅如此，整个蔚来超算平台的电源、影像和主控系统，全都是热备份的冗余设计

群体智能与个性训练专用SOC：

- 自动驾驶群体智能与个性训练专用芯片，可以大大加快NAD的总体进化速度，同时又可以针对每个用户的用车环境，进行个性化本地训练，确保每个用户自动驾驶体验更好

蔚来特有换电模式从充电快捷以及电池升级两方面提升车主体验

换电模式对车主的吸引力主要体现在两大方面：

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。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。

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ET7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。

表：以ET7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）	租后购车价（-7万）	月租费	原购车价（配套100kwh）	租后购车价（-12.8万）	月租费
43.67万元（含补贴）	36.67万元	980元	49.34万元	36.54万元	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，或者+7980元/年	原月租上+500元/月			
非BaaS用户灵活升级	880元/月，7980元/年	58000元			

蔚来换电站数量迅速提升，满足消费者需求

蔚来换电过程耗时仅需几分钟

- 蔚来换电站拥有超过1400项专利，是专为蔚来用户打造的加电体验，满电出发仅需要一首歌的时间。每次换电都会进行三电自检，确保整车和电池始终处于最佳状态。

预计到2025年蔚来换电站将会提升至4000座

- 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。

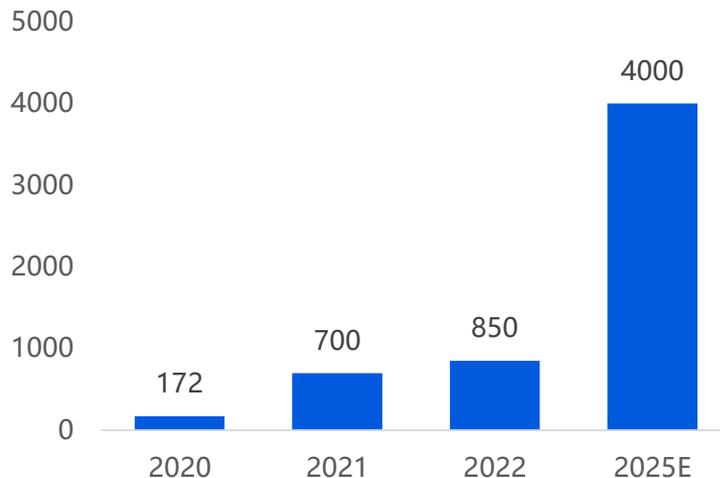
蔚来构建全面多样的充电方式缓解车主再续航焦虑

- 不止换电站，蔚来还通过移动充电车、家充桩、快充桩、超充桩、道理服务团队等多种方式为车主提供充电服务，防止车主出现因为缺电而半路抛锚的问题。

图：蔚来换电站示意



图：蔚来换电站数量，座



注：2022年数据为截止至3月12日数据，2025年为规划数据

NIO House提升蔚来车主归属感

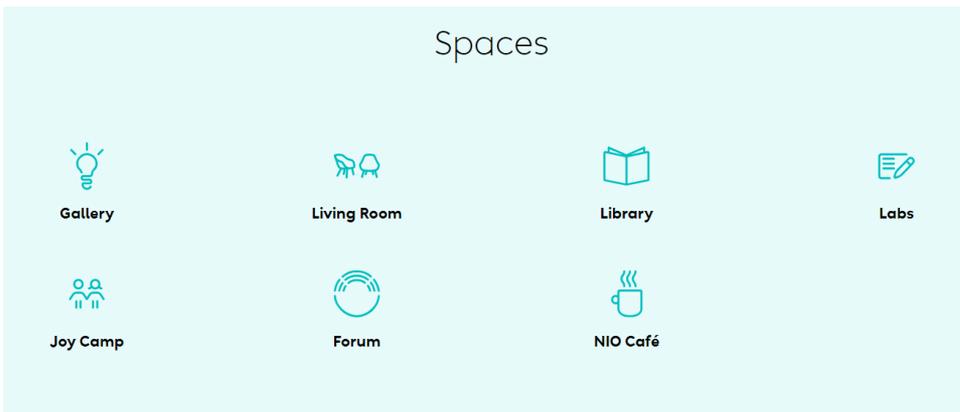
NIO House搭建了专属蔚来车主的生活方式：

- 蔚来的体验店“NIOHouse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。NIOHouse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

蔚来重视用户服务体验，营造用户社群增加用户粘性

- 蔚来的商业模式主要是线上APP+线下NIOHouse营销平台，形成并建立用户社群；至10月底APP用户已增至62.6万，活跃用户约17万。蔚来与其他对手主要区别在于更加全面的服务方案，为客户提供多种选择的充电和售后服务方案。

图：蔚来NIO House为蔚来车主提供多种服务



图：蔚来北京东方广场NIOhouse



蔚来三大增值服务可以全面满足车主需求

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)	<p>1.保险：-交强险-三者险(200万保额)-车损险-驾乘意外险(15万/座)</p> <p>2.全年车辆维修全包</p> <p>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)</p> <p>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</p> <p>5.维保取送车服务：不限次数，专人上门取送车</p> <p>6.事故安心服务：重大事故现场代客值守</p> <p>7.上门补胎服务：不限次数</p> <p>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</p> <p>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</p>
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	<p>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</p> <p>2.划痕补漆服务：提供多至2个覆盖面的喷漆服务</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>5.维保取送车服务：不限次数，专人上门取送车</p> <p>6.事故安心服务：重大事故现场代客值守</p> <p>7.上门补胎服务不限次数</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>10.年检代办服务</p> <p>11.增强流量服务每月流量15G</p>
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）

目录

1.行业与竞争：新能源车渗透率提升空间较大

2.业务介绍：车辆销售收入为主，盈利能力持续提升

3.投资逻辑：蔚来通过技术壁垒与品牌壁垒构建护城河

4.盈利预测：测算蔚来25年目标价45.5美元

盈利预测：关键假设

关键假设：

- 我国汽车年销量：按照3%的复合增速缓慢提升，原因是我国每千人汽车保有量较美欧日韩等发达经济体仍有较大提升空间。
- 新能源车渗透率：预计新能源车渗透率将在未来几年快速提升，原因包括受到政策鼓励比如各国都出台一系列在2025年前后停止销售燃油车政策、技术进步带来提升消费者体验、油价大幅上涨导致燃油车相对电动车驾驶成本提升等、以及参考我国新能源车产业发展规划，预计2022-2025年我国新能源车渗透率将达到18%、22%、26%、30%。
- 蔚来市占率：受益于蔚来ET5/ET7/ES7等新车型推出以及考虑蔚来核心竞争力，参考燃油车市场格局，预计蔚来市占率将会出现小幅提升，预计2022-2025年蔚来市占率为3.2%、3.5%、3.9%、4.4%。
- 蔚来车辆均价：近期由于上游原材料包括碳酸锂、钢铁等大宗商品价格高企，新能源车企普遍涨价，而公司披露通过智能硬件升级的方式间接调整产品价格，故给予公司车辆价格每年平均3%的通胀水平的涨价幅度。
- 蔚来服务收入：按照累计销量计算，蔚来通过按月开通、按月付费的服务订阅模式进行收费，每卖出一辆车都会未来为公司产生一笔稳定的现金流。
- 毛利率：预计车辆部分毛利率受益于蔚来规模效应出现提升，预计蔚来2022-2025年车辆毛利率19%、21%、23%、25%，2022年车辆部分毛利率为19%是根据管理层给出18%-20%的指引，较2021年车辆毛利率20%稍有下降主要考虑原材料上涨的因素。
- 费用率：预计研发费用率与SG&A稳中有降。
- 净利率：根据管理层给出指引，预期蔚来将于2024年扭亏为赢。

综上，我们预计2022-2025财年，公司营业收入为616亿、895亿、1273亿、1784亿，预计公司将会在2024年实现首次扭亏为盈。

盈利预测：蔚来销量预测

单位：万辆	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
我国汽车销量 (万辆)	2808.06	2576.90	2531.10	2627.50	2706.33	2787.51	2871.14	2957.27
同比增长		-8.23%	-1.78%	3.81%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
新能源车销量渗透率 (%)	4.47%	4.68%	5.40%	13.40%	18.00%	22.00%	26.00%	30.00%
我国新能源汽车销量 (万辆)	125.62	120.60	136.73	352.05	487.14	613.25	746.50	887.18
同比增长		-4.00%	13.38%	157.48%	38.37%	25.89%	21.73%	18.85%
乘用车占比 (%)	83.82%	87.92%	91.15%	94.71%	95.89%	96.41%	96.78%	97.07%
新能源乘用车销量 (万辆)	105.30	106.03	124.63	333.42	467.14	591.25	722.50	861.18
新能源商用车销量 (万辆)	20.32	14.57	12.10	18.64	20.00	22.00	24.00	26.00
蔚来市占率 (占新能源乘用车比例, %)	1.08%	1.94%	3.51%	2.74%	3.20%	3.50%	3.90%	4.40%
蔚来销量 (万辆)	1.13	2.06	4.37	9.14	14.95	20.69	28.18	37.89
同比增长		81.22%	112.63%	109.09%	63.50%	38.44%	36.16%	34.48%
蔚来车辆均价 (万元/辆)	42.76	35.82	34.72	36.28	37.37	38.49	39.64	40.83
同比增长		-16.22%	-3.08%	4.49%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
蔚来车辆收入 (亿元)	48.52	73.67	151.83	331.70	558.59	796.48	1117.04	1547.23
同比增长		51.82%	106.09%	118.47%	68.40%	42.59%	40.25%	38.51%
累计蔚来销量 (万辆)	1.13	3.19	7.56	16.71	31.66	52.35	80.53	118.42
单台车服务收入(万元/辆)	0.87	1.43	1.42	1.78	1.83	1.88	1.94	2.00
同比增长		64.93%	-0.89%	24.90%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
蔚来服务以及其他收入 (万元)	0.99	4.58	10.75	29.67	57.90	98.62	156.25	236.67
同比增长		181.22%	137.02%	120.87%	89.47%	65.37%	53.83%	47.06%

盈利预测：蔚来利润表预测

以亿元人民币计	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总营业收入	49.51	78.25	162.58	361.36	616.48	895.10	1273.29	1783.90
车辆收入	48.52	73.67	151.83	331.70	558.59	796.48	1117.04	1547.23
销售成本	49.30	80.96	132.56	265.17	452.46	629.22	860.12	1160.42
车辆销售毛利润	-0.78	-7.29	19.27	66.53	106.13	167.26	256.92	386.81
车辆部分毛利率	-1.61%	-9.90%	12.69%	20.06%	19.00%	21.00%	23.00%	25.00%
服务收入	0.99	4.58	10.75	29.67	57.90	98.62	156.25	236.67
服务成本	2.77	9.28	11.29	27.98	52.11	83.83	125.00	179.87
服务毛利润	-1.78	-4.70	-0.54	1.69	5.79	14.79	31.25	56.80
服务部分毛利率	-179.80%	-102.62%	-5.02%	5.70%	10.00%	15.00%	20.00%	24.00%
总毛利润	-2.56	-11.99	18.73	68.22	111.92	182.05	288.17	443.61
总毛利率	-5.17%	-15.32%	11.52%	18.88%	18.15%	20.34%	22.63%	24.87%
研发费用	39.98	44.29	24.88	45.92	67.81	89.51	101.86	124.87
研发费用率	80.75%	56.60%	15.30%	12.71%	11.00%	10.00%	8.00%	7.00%
销售、行政及一般费用	53.42	54.52	39.32	68.78	110.97	143.22	178.26	231.91
销售及管理费用率	107.90%	69.67%	24.19%	19.03%	18.00%	16.00%	14.00%	13.00%
其他支出-经营	0.00	0.00	0.61	-1.52	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-95.96	-110.80	-46.08	-44.96	-66.86	-50.67	8.05	86.83
财务费用	-0.09	2.11	2.59	-2.75	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用率	-0.18%	2.70%	1.59%	-0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他收益支出	-0.31	0.02	-4.31	2.48	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益支出比率	-0.63%	0.03%	-2.65%	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
除税前净利润	-96.18	-112.89	-52.98	-39.73	-66.86	-50.67	8.05	86.83
所得税	0.22	0.08	0.06	0.42	0.00	0.00	1.21	13.02
所得税税率	——	——	——	——	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%
净利润	-96.40	-112.97	-53.04	-40.15	-66.86	-50.67	6.84	73.80
净利率	-194.71%	-144.37%	-32.62%	-11.11%	-10.85%	-5.69%	0.52%	4.13%

蔚来市值有一倍左右成长空间，2025年蔚来目标价45.5美元

蔚来市值有一倍以上的成长空间

- 按照分部估值测算，蔚来目标总市值4896.7亿（车辆业务部分市值3713亿元+服务部分市值1183亿元），较当前市值2265亿有一倍以上成长空间，复合收益率32%。

预计蔚来车辆销售业务PE为40倍，服务业务PS为5倍

- 考虑到蔚来未来车辆销量稳步增长，业务逐渐成熟，业务增速递减，市场将会调低对蔚来的估值，同时考虑蔚来在25年之后仍有增长潜力（占整体车辆市场市占率仅为1.32%，较目前车辆龙头普遍在5%-10%的市占率还有提升空间），给出40倍PE估值相对合理
- 服务业务给出5倍PS估值主要是考虑其收费模式类似于SaaS（可以理解为永续现金流），属于非常好的商业模式，对标美国云计算龙头Salesforce其PS估值为8.52倍，我们给与蔚来服务业务相对保守的估计为5倍PS估值比较合理

表：蔚来车辆销售部分与服务部分市值测算

车辆部分贡献市值	2021	2025E	服务部分贡献市值	2021	2025E
我国汽车销量（万辆）	2627.50	2957.27	蔚来累计销量（万辆）	16.71	118.42
新能源车渗透率（%）	13.40%	30.00%	单车服务收入（万元）	1.78	2.00
新能源车销量（万辆）	352.05	887.18	蔚来服务以及收入（亿元）	29.67	236.67
乘用车占比（%）	94.71%	97.07%	预计蔚来车辆业务估值水平PS	—	5
新能源乘用车销量（万辆）	333.42	861.18	蔚来服务业务市值（亿元）	—	1183.35
蔚来市占率（%）	2.74%	4.40%	蔚来2025年目标总市值（车辆+服务，亿元）	4896.70	
蔚来销量（万辆）	9.14	37.89	蔚来2025年目标总市值（亿美元）	769.92	
蔚来单车均价（万元）	36.28	40.83	美元对人民币汇率	6.36	
蔚来车辆收入（亿元）	331.70	1547.23	蔚来2025年目标价（美元）	45.50	
蔚来车辆部分毛利率（%）	20.06%	25.00%	蔚来股本（亿股）	16.92	
蔚来车辆部分净利率（%）	—	6.00%	蔚来收盘股价（20220331收盘，美元）	21.05	
蔚来车辆部分净利润（亿元）	—	92.83	蔚来当前市值（20220331收盘，美元）	356.17	
预计蔚来车辆业务估值水平PE	—	40	蔚来当前市值（20220331收盘，人民币）	2265.2	
蔚来车辆业务贡献市值（亿元）	—	3713.35	蔚来3年复合收益率	29.30%	

风险提示

销量不及预期风险:

- 蔚来电动车销量如果因补贴退坡、产品力下降等原因销量不及预期可能导致股价大幅下跌。

碳酸锂等上游原材料价格大涨风险:

- 锂价格大幅上涨会导致蔚来成本大幅提升，盈利能力大幅下降。

芯片供应链政策风险:

- 一辆新能源车要用约1000个芯片，蔚来需要采购英伟达的高端芯片，如果美国对中国车企进行制裁，将会影响蔚来生产经营。

全球宏观经济风险等:

- 全球宏观经济下行、金融危机等风险会造成新能源车需求减弱，进而导致企业出现经营困难等风险。

研究报告免责声明

一般声明

- 本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。
- 未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。
- 本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受送递延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。
- 本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。
- 本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。
- 本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

- 主要负责撰写本报告的分析师确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。
- 分析师确认分析师本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

- 报告作者为香港证监会持牌人士,分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。
- 本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

- 对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。
- 此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。
- 有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。