

蔚来-SW (9866. HK)

产品矩阵逐步完善，静待换挡期后的加速超车

——蔚来-SW 深度报告

✍️ : 王卉 中央编号: BLN172

☎️ : 852-2180 6499

✉️ : faywang@cnzsqh. hk

报告导读

蔚来汽车成立于 2014 年，专注于高端电动汽车市场，是业内的先驱及领跑者，2022 年 4 月成为国内造车新势力中首个下线 20 万台量产车的车企。我们认为当前蔚来正在经历销量增长放缓和费用支出快速增长的产品更新换代期，随着产品矩阵的完善和后续产能的爬坡，蔚来有望完成销量的加速超车。随着规模效应的显现，我们预计蔚来有望在 2024 年实现扭亏为盈，2021E/2022E/2023E EPS 为-4.8/-1.0/0.6 元。我们给予蔚来 2023E 2.5 倍 PS，对应目标价 184 港元，首次给予买入评级。

投资要点

蔚来是国内自主高端电动品牌的先驱及领跑者

蔚来汽车成立于 2014 年，专注于高端电动汽车市场，是业内的先驱及领跑者。2017 年蔚来首款量产车型 ES8 就是中大型豪华 SUV，起售价达到 46.8 万元，而后通过价格下探占领 30 万元以上的高端市场。后续公司将产品矩阵下探至中低端大众车型，但明确其蔚来品牌将坚守 30 万元以上的高端车型，以维持其高端品牌认知及服务质量，中低端车型将启用第二第三品牌独立运营。

蔚来定位高端，服务体系成为业内标杆

蔚来凭借其多次刷新赛道记录的第一款车型 EP9 奠定了不俗的高端品牌基调。2017 年蔚来首款量产车型 ES8 起售价达到 46.8 万元，直接对标宝马 X5、奥迪 Q7、奔驰 GLE，而后凭借其高端品牌认知顺利将产品价格下探至 30 万元区间。蔚来致力于将服务延伸至用户的出行生活中去，围绕蔚来的产品和服务打造一种生活方式。通过线上蔚来 NIO app 与线下蔚来中心和蔚来空间，形成线上线下一体化的用户服务社区。

蔚来处于换挡加速期，未来关注重点仍将是销量增长

当前蔚来处于旧款“866 车型”（ES8\ES6\EC6）向“577 车型”（ET5\ES7\ET7）过渡的新旧车型与新旧平台的换挡期，多种不利因素共同导致公司的盈利能力承压。换挡期的业绩承压为的是后期的销量扩张，投资者的关注点仍然应当回归到销量增长。在订单火爆的情况下，产能就是最需要关注的点，我们认为蔚来偶发的供应链问题仍是经营中较大的不确定性之一。

风险提示

行业政策超预期变动、产能与销量不及预期、新品牌推进不及预期、上游供应链短缺风险、负面舆情风险。

评级

买入

上次评级

无评级

当前价格

103.5 港元

公司简介

蔚来汽车成立于 2014 年，专注于高端电动汽车市场，是业内的先驱及领跑者。蔚来汽车的业务涉及高端智能电动汽车的设计、开发、合作制造及销售，在研发创新方面涵盖了自动驾驶、数字技术以及电动力总成及电池方面等领域。

股价表现



财务摘要

亿元 人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入总额	163	361	590	1100	1611
毛利	19	68	103	266	390
毛利率	12%	19%	17%	24%	24%
经营利润	-46	-45	-80	-20	3
净利润	-53	-40	-77	-14	11
归母净利润	-56	-106	-79	-16	9
EPS	-4.7	-6.7	-4.8	-1.0	0.6

相关报告

《新能源汽车行业深度报告：行业黄金时代已到来，国产新势力乘风起航》 - 2022 年 8 月 8 日

正文目录

1. 蔚来是国内自主高端电动品牌的先驱及领跑者	4
2. 蔚来的股权结构	5
2.1. 合肥战略投资者	5
3. 汽车行业低增速背景下的超级赛道	7
3.1. 新能源汽车大势所趋	7
3.2. “蔚小理”组成新势力头部格局	9
4. 蔚来定位高端，产品矩阵逐渐完善	11
5. 蔚来的竞争优势	12
5.1. 高端品牌认知	12
5.2. 服务体系成为业内标杆	13
5.2.1. 用户社区体系	13
5.2.2. 能源服务体系	14
5.2.3. 服务体系不断完善	16
6. 当前的困局与展望	18
6.1. 品牌逐渐向下拓展	18
6.1.1. 高端车型的销量瓶颈	18
6.1.2. 蔚来的多品牌战略	19
6.1.3. 进军中低端的隐忧	19
6.2. 产品矩阵导致的品牌内耗	20
6.3. 费用快速增长，亏损幅度有所增大	22
7. 蔚来处于换挡加速期，未来关注重点仍将是销量增长	24
8. 盈利预期与估值	25
8.1. 盈利预期	25
8.2. 估值及投资建议	27
9. 财务报表	28

图表目录

图表 1: 蔚来里程碑事件	4
图表 2: 蔚来主要股东和投票权	5
图表 3: 蔚来股权结构	6
图表 4: 国内月度汽车销量	7
图表 5: 中国新能源汽车市场的“至暗时刻”	8
图表 6: 中国新能源汽车市场迎来强势反弹	8
图表 7: 中国新能源汽车渗透率快速提升	9
图表 8: 蔚来、小鹏和理想的商业模式对比	9
图表 9: 蔚来产品矩阵趋于完善	11
图表 10: 蔚来月度销量	11
图表 11: 蔚来 EP9	12
图表 12: 蔚来和小鹏 2022Q2 财务数据对比	13
图表 13: NIO app	14
图表 14: NIO day	14
图表 15: 蔚来补能体系的用户使用占比	15
图表 16: 蔚来 BaaS 服务运作机制	16
图表 17: 蔚来在国内的补能体系布局	17
图表 18: 分价格端乘用车市场份额（千辆）	18
图表 19: 不同价位段车型销量动力占比	19
图表 20: 蔚来汽车单月销量	21
图表 21: 蔚小理单月销量比较	22
图表 22: 蔚小理单月销量同比增速比较	22
图表 23: 蔚来研发支出和相关费用率	23
图表 24: 蔚来销售及管理支出和相关费用率	23
图表 25: 蔚来各季度净利润	23
图表 26: 蔚来营收水平预测	25
图表 27: 蔚来毛利率水平预测	25
图表 28: 蔚来费用和费用率水平	26
图表 29: 蔚来归母净利润水平	26
图表 30: 蔚来各业务板块未来 3 年营收规模预测	26
图表 31: 相关可比公司估值对比	27
图表 32: 利润表	28
图表 33: 资产负债表	29
图表 34: 现金流量表	30

1. 蔚来是国内自主高端电动品牌的先驱及领跑者

蔚来意为“蔚蓝天空的到来”，公司成立于2014年，专注于高端电动汽车市场，是业内的先驱及领跑者。蔚来汽车的业务涉及高端智能电动汽车的设计、开发、合作制造及销售，在研发创新方面涵盖了自动驾驶、数字技术以及电动力总成及电池方面等领域。

蔚来自2014年成立以来实现高速增长，当下已是国内新能源汽车行业翘楚。2022年4月蔚来迎来20万台量产车正式下线，成为国内造车新势力中首个下线20万台量产车的车企。自2018年5月，蔚来第一款量产车蔚来ES8下线；35个月后，2021年4月蔚来第10万台量产车下线；12个月后，蔚来第二个10万台量产车再次下线。随着2022年ET7和ET5的投产交付和位于合肥的第二生产基地新桥智能产业园 NeoPark 将在今年三季度投产，后续蔚来的销量和产能将得到进一步增长。

图表 1：蔚来里程碑事件

时间	公司重要事件
2015年	<ul style="list-style-type: none"> ● 在香港、中国、德国及美国建立业务。
2016年	<ul style="list-style-type: none"> ● 推出 EP9 超级跑车，在纽博格林北环赛道缔造了电动汽车圈速记录。
2017年	<ul style="list-style-type: none"> ● 于12月推出 ES8，一款七座的高端智能电动旗舰 SUV，并开始接受 ES8 的订单
2018年	<ul style="list-style-type: none"> ● 6月在中国开始交付七座 ES8。 ● 美国存托股份于9月12日开始在纽交所买卖。 ● 于12月推出屡获殊荣的 ES6，一款五座的高性能高端智能电动 SUV。
2019年	<ul style="list-style-type: none"> ● 于3月在中国开始交付六座 ES8。 ● 于6月在中国开始交付 ES6。 ● 于12月推出第三款量产电动汽车 EC6，一款五座高端智能电动轿跑 SUV，以及推出配备逾 180 项产品升级的全新 ES8。
2020年	<ul style="list-style-type: none"> ● 于4月与合肥战略投资者订立最终协议，据此，合肥战略投资者会以现金向蔚来中国法定实体投资合共人民币 70 亿元。 ● 于4月在中国开始交付全新 ES8。 ● 于8月推出电池租用服务（或 BaaS），使用户可以购买无电池的电动汽车，并单独租用电池使用服务。 ● 于9月在中国开始交付 EC6。
2021年	<ul style="list-style-type: none"> ● 于1月推出高端智能电动旗舰轿车 ET7。 ● 于9月在挪威推出并开始交付 ES8。 ● 于12月推出中型高端智能电动轿车 ET5。
2022年	<ul style="list-style-type: none"> ● 于3月在中国开始交付 ET7。 ● 于3月采用介绍上市的方式在港交所上市 ● 于5月采用介绍上市的方式在新加坡交易所主板上市

资料来源：公司官网，浙商国际

2. 蔚来的股权结构

截至 2022 年 3 月 31 日，公司前三大股东分别为李斌、腾讯和 Baillie Gifford，持股比例分别为 10.5%、9.8%和 5.3%。

而投票权方面，蔚来汽车采用 ABC 股的三层股权结构。A 类股票每股可投 1 票，B 类股票每股可投 4 票，C 类股票每股可投 8 票。A、B、C 类三类股票的持有人除表决权和转换权不同外，其他方面享有同等权利。经换算后，前三大股东李斌、腾讯和 Baillie Gifford 的投票权分别为 44.5%、5.6%和 3.3%。

图表 2：蔚来主要股东和投票权

	實益擁有的 A類普通股	實益擁有的 C類普通股	實益擁有的 普通股總數	實益擁有權 百分比	佔總投票權 百分比 ¹
董事及高級管理人員**：					
李斌 ⁽¹⁾	28,967,776	148,500,000	177,467,776	10.5	44.5
秦力洪	*	-	*	*	*
沈峰	*	-	*	*	-
周欣	*	-	*	*	*
奉璋	*	-	*	*	-
Ganesh V. Iyer ⁽²⁾	*	-	*	*	*
吳海 ⁽³⁾	*	-	*	*	-
李廷斌 ⁽⁴⁾	*	-	*	*	-
龍宇 ⁽⁵⁾	-	-	-	-	-
James Gordon Mitchell ⁽⁶⁾	-	-	-	-	-
全體董事及高級管理人員合計					
	47,111,961	148,500,000	195,611,961	11.6	44.9
主要股東：					
創始人公司 ⁽⁷⁾	16,967,776	148,500,000	165,467,776	9.9	44.5
騰訊實體 ⁽⁸⁾	164,249,629	-	164,249,629	9.8	5.6
Baillie Gifford & Co ⁽⁹⁾	88,858,365	-	88,858,365	5.3	3.3

* 少於我們流通在外股份總數的 1%。

资料来源：公司年报，浙商国际

2.1. 合肥战略投资者

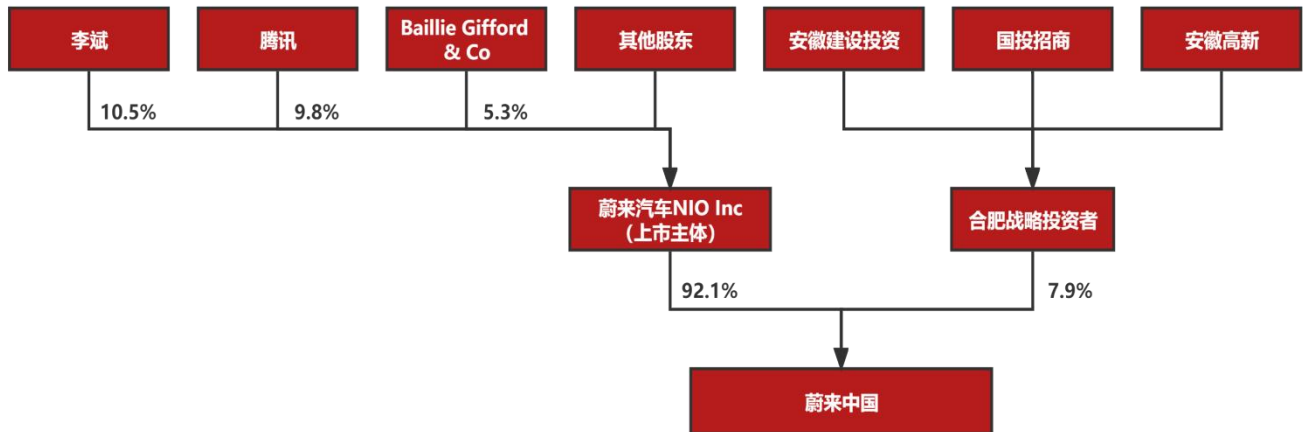
由于 2020 年初的新冠疫情爆发，再加之蔚来过往仍为经营净亏损状态，经营活动现金一直保持着净流出状态，现金结余已不足以为持续经营提供所需的流动资金，导致公司在当时发生了流动性危机。彼时公司在各地寻求政府融资，最终敲定了与合肥市政府的战略投资协议。

2020 年 4 月 29 日，蔚来汽车宣布，已与合肥市建设投资控股（集团）股份有限公司、国投招商投资管理有限公司（大股东为国资委、招商局资本等）以及安徽省高新技术产业投资有限公司等战略投资者（统称为合肥战略投资者）签署了关于投资蔚来中国的最终协议，并与合肥经济技术开发区就蔚来中国总部入驻达成协议。

根据协议，合肥战略投资者向蔚来中国共计投资现金 70 亿元人民币。蔚来则向蔚来中国注入在中国的核心业务及资产，包括汽车研发、供应链、销售和服务及 NIO Power 共计 177.7 亿元人民币，并向蔚来中国投资现金 42.6 亿元人民币。交易完成后，蔚来持有蔚来中国 75.9% 的控股股份，战略投资者将合计持有 24.1% 股份。截至 2021 年年报日期，通过后期的增资和回购，蔚来持有的控股股权比例已经增至 92%。

这次战略投资解救了当时流动性吃紧的蔚来，也促使蔚来在合肥经济技术开发区设立中国总部，建立总部管理、研发、销售服务、供应链制造一体化基地，并启动了第二制造基地的建设，助推合肥地区的新兴战略产业的转型发展。

图表 3：蔚来股权结构



资料来源：公司财报，浙商国际

注：日期截止 2022 年 3 月 31 日

3. 汽车行业低增速背景下的超级赛道

我们从整个汽车行业出发，自上而下的分析和展望未来新能源汽车行业的市场空间。

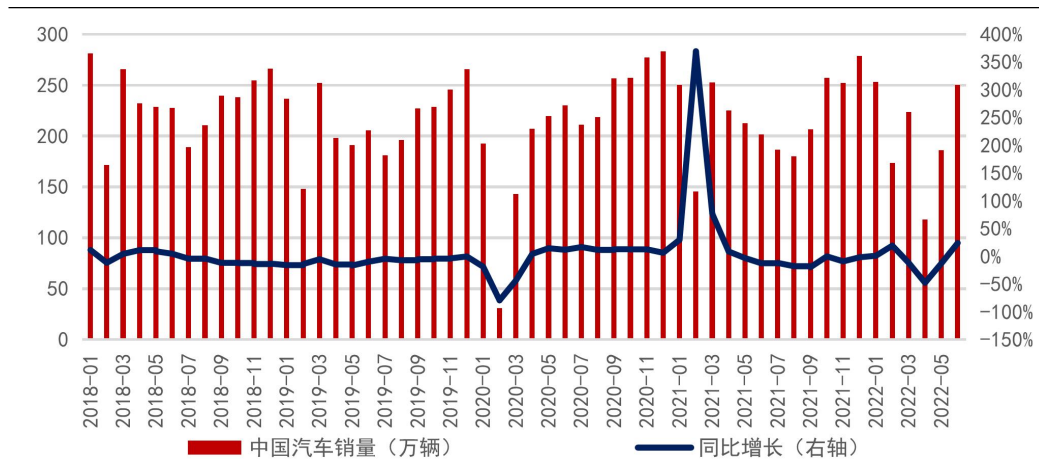
首先我们从国内整体的汽车销量上看，经历过 2018 和 2019 年整体车市萎靡（2018 和 2019 年国内汽车销量同比分别萎缩 4.2% 和 8.2%）和 2020 年初的疫情影响之后，凭借汽车下乡为主要的政策支持后，国内整体汽车销量在 2020 年有所企稳，剔除 2020 年初疫情最严重的阶段，2020 年 4 月到 12 月累计销量同比增长 6.7%。

2021 年前期则受益于 2020 年疫情造成的低基数，前三个月累计销量同比增长近 77%。但是之后的同比增长依然难以延续，2021 年 4 月到 12 月的累计销量同比下滑 5%。究其原因，除了受整体经济环境拖累以外，国内汽车市场在过去经历长时间的高增长后，高基数背景下行业支持政策效果的边际减弱也是重要原因。

2022 年上半年，疫情的严重影响导致国内汽车销量再度遭遇滑铁卢，生产端的停滞和消费端的观望导致上半年汽车销量同比下滑近 7%，如果剔除 6 月疫情恢复后的消费反弹，上半年 1 月至 5 月的累计汽车销量跌幅达到 12%。其中疫情顶峰的 4 月份，国内汽车销量的环比/同比萎缩达到 47%/48%。

回顾过去数年的国内汽车销量数据，我们认为在现阶段国内汽车行业总体市场已经进入成熟的低增速阶段，未来局部结构性增长将是主旋律，挖掘农村地区的消费潜力、促进汽车出口和大力发展新能源汽车将是推动后续汽车销量可持续增长的重要引擎。而其中新能源汽车则是其中的黄金赛道。

图表 4：国内月度汽车销量

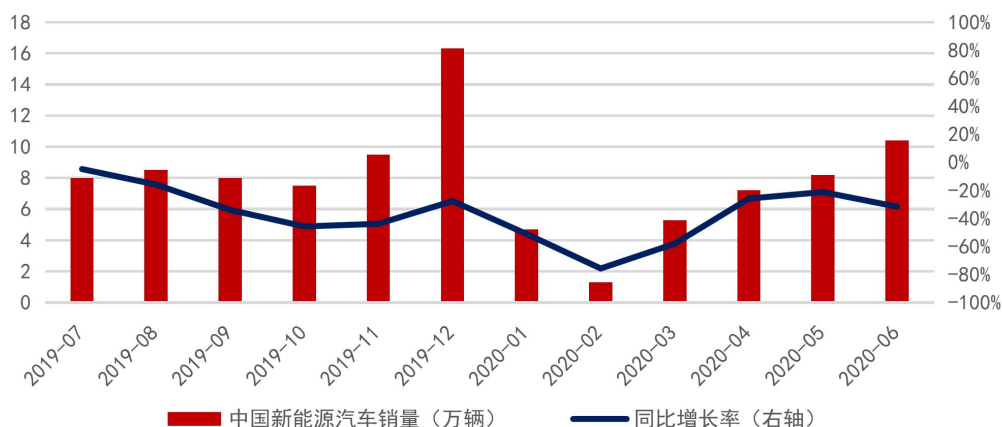


资料来源：Wind，浙商国际

3.1. 新能源汽车大势所趋

经历过“至暗时刻”后，国内新能源汽车市场“涅槃重生”，行业电动化趋势加速。

2019 年下半年至 2020 年上半年，国内新能源汽车市场经历“至暗时刻”，伴随着行业补贴退坡、燃油车促销、突发疫情等因素影响，国内新能源汽车销量出现“滑铁卢”。2019 年下半年至 2020 年上半年期间，国内新能源汽车销量遭遇连续 12 个月的同比下滑，2019 年下半年的累计销量同比下跌达到 31%，2020 年上半年叠加了疫情影响，同比跌幅更是扩大到 41%。

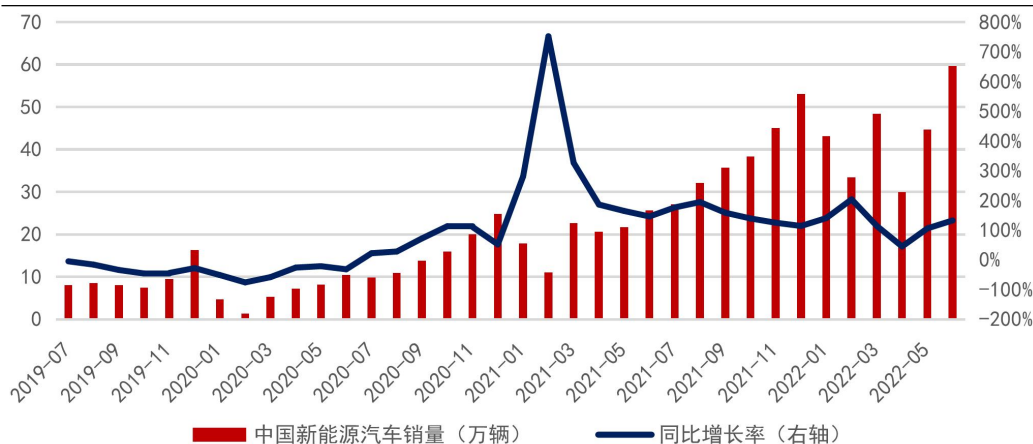
图表 5：中国新能源汽车市场的“至暗时刻”


资料来源：Wind，浙商国际

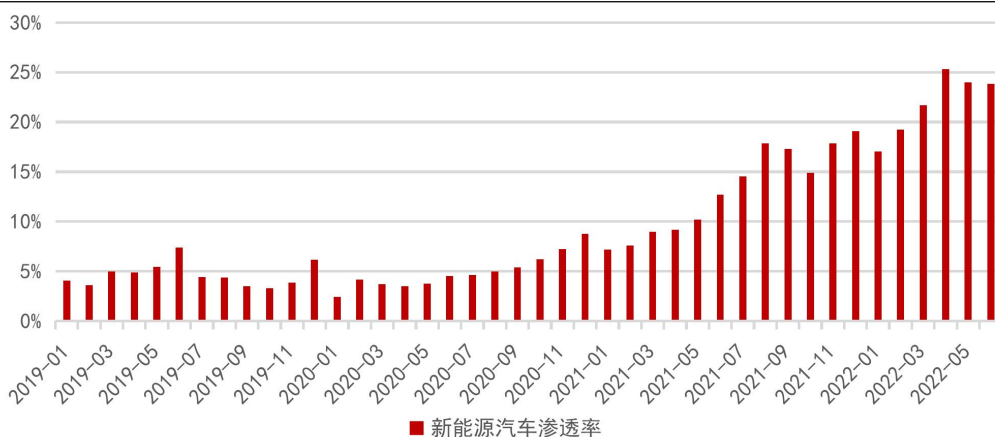
2020年下半年开始，国内的新能源汽车市场迎来“涅槃重生”，电动化成为大势所趋。2020年下半年国内市场逐步走出上半年的疫情阴霾，再结合各项促进新能源汽车消费政策的出台，2020年7月国内新能源汽车销量自过去12个月以来首次由负转正，同比增长由6月的-32%跳升至+23%。自此国内新能源汽车销量的强势增长便延续至今。

其中2021年国内新能源汽车销量高达350万辆，同比增长高达165%，远超2021年年初市场预期的200-220万辆。2022年延续了强势的增长势头，1月-6月期间除了4月受疫情影响销量同比增速下滑至45%，其余月份的同比增长率都保持在100%以上，上半年累计销量达到近200万，同比增长117%。

相比之下，国内整体汽车销量在经历过2020年疫情后至2021年初的短暂复苏后，依旧保持着整体销量的萎缩。2021年国内整体销量仅同比增长5%左右，2022年1月至6月的累计销量同比萎缩7%。此消彼长下，新能源汽车的销量渗透率大幅上升。从2020年7月的不足5%快速上升至当前的近24%左右。

图表 6：中国新能源汽车市场迎来强势反弹


资料来源：中汽协，浙商国际

图表 7：中国新能源汽车渗透率快速提升


资料来源：中汽协，浙商国际

值得一提的是，今年以来行业除了经历了去年以来持续的芯片、电池材料等成本上涨压力，还叠加了橡胶、钢铁、铝合金等金属价格不断上涨，再加上物流运输、库存成本等生产成本的增加，造成车企的成本压力巨大，最终传导至下游消费端的车辆价格上，3月以来形成了业内普遍的涨价潮。

但反应到销售量上，今年3月以来国内新能源汽车销量仍然保持强劲增长。2022年3月至6月，即使考虑进了受疫情严重影响的4月，这4个月的累计销量仍然实现了同比100%左右的高速增长，反而实现了量价齐升。

由此可见，当下国内新能源汽车行业已经迈过了补贴和政策驱动的阶段，逐步完善的基础设施加上较燃油车更加智能舒适且节能环保的驾乘体验，消费者对于新能源汽车的认知和接受度正在进一步提升，行业已然进入了市场驱动的新阶段。

3.2. “蔚小理”组成新势力头部格局

在行业竞争格局方面，蔚来、小鹏和理想作为国内头部的造车新势力，在产品力、技术能力、品牌影响力等各方面都在业内有着重要地位。三者之间互为竞争对手，但也存在着差异化竞争，其各自有着不同的市场定位、产品体系、销售服务体系等。在当前行业高速增长“蓝海”背景下，三者都凭借自身竞争优势在行业内占据着一席之地。

图表 8：蔚来、小鹏和理想的商业模式对比

	蔚来汽车	小鹏汽车	理想汽车
市场定位	<ul style="list-style-type: none"> 定位高端市场 在售产品中，SUV和轿车产品定价都在30万元以上，对标德系豪华品牌 2016年推出EP9超级跑车，树立公司高端品牌形象。产品体系从高端向下延伸。 	<ul style="list-style-type: none"> 定位中高端市场 满足中产阶级消费者的需求 定价在15-40万元，对标丰田、大众等中高端品牌。 产品体系从低端向高端延伸 	<ul style="list-style-type: none"> 定位中高端市场 定价在20-50万元 整体定位处于蔚来和小鹏之间 产品体系从高端向下延伸
车型总汇	<ul style="list-style-type: none"> 蔚来 ES8/中大型 SUV/纯电 蔚来 ES6/中型 SUV/纯电 蔚来 EC6/中型 SUV/纯电 蔚来 ET7/中大型轿车/纯电 蔚来 ET5/中型轿车/纯电 	<ul style="list-style-type: none"> 小鹏 G3/紧凑型 SUV/纯电 小鹏 P7/中型轿车/纯电 小鹏 P5/紧凑型轿车/纯电 小鹏 G9/中大型 SUV/纯电 	<ul style="list-style-type: none"> 理想 ONE/中大型 SUV/增程式混动 理想 L9/大型 SUV/增程式混动 理想 L8/中大型 SUV/增程式混动 理想 L7/中大型 SUV/增程式混动

	<ul style="list-style-type: none"> ● 蔚来 ES7/中大型 SUV/纯电 		
技术路线	<ul style="list-style-type: none"> ● 纯电动+换电模式 	<ul style="list-style-type: none"> ● 纯电动 	<ul style="list-style-type: none"> ● 增程式混动和高压纯电动
销售与服务	<ul style="list-style-type: none"> ● 线上线下结合的直销模式 ● 车电分离租用电池的销售模式 ● 线下网点: 蔚来已在中国累计布局 77 家蔚来中心、341 家蔚来空间、71 家蔚来服务中心、181 家授权服务中心、49 家蔚来交付中心、2 家蔚来二手车体验店 (截至 2022. 9. 30) ● 充电服务: 已布局 1151 座换电站, 其中 315 座高速公路换电站; 1046 座超充站; 5523 根超充桩; 916 座目的地充电站; 5769 根目的地充电桩; 接入 570000+根第三方充电桩 (截至 2022. 9. 30) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 线上线下结合的直销模式 ● 线下网点: 服务中心数量已达 200 个, 遍布全国 136 个城市 (截至 2022. 6. 19) ● 充电服务: 小鹏自营充电站上线 1011 座, 其中自营目的地站 205 座, 自营超充站 799 座, 自营超快充站 7 座 (截至 2022. 9. 23) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 线上线下结合的直销模式 ● 线下网点: 271 家零售中心, 覆盖 119 个城市; 售后维修中心及授权钣喷中心 316 家, 覆盖 226 个城市 (截至 2022. 9. 30) ● 充电服务: 计划在 2023 年推出纯电动车型之前铺设充电基础设施。
智能化	<ul style="list-style-type: none"> ● 智能系统: AI 数字座舱, 车载系统 NIO OS; 智能语音助手 NOMI ● 驾驶辅助系统: NIO Pilot, 可实现领航辅助、高速/拥堵自动辅助驾驶、转向灯控制变道、车辆近距召唤、道路标识识别、自动限速调节等 	<ul style="list-style-type: none"> ● 智能系统: 车载智能操作系统 Xmart OS, 支持多种智能互联 ● 驾驶辅助系统: XPILLOT, 可实现高速公路、主要城市道路的智能辅助驾驶, 高级智能泊车等 	<ul style="list-style-type: none"> ● 智能系统: Linux-Android Automotive 双系统架构 ● 驾驶辅助系统: 增强型 L2 级辅助驾驶系统; 可实现导航辅助驾驶、视觉融合自动紧急制动等

资料来源: 公司财报, 公司官网, 浙商国际整理

4. 蔚来定位高端，产品矩阵逐渐完善

蔚来定位 30 万元以上的高端电动汽车品牌，10-30 万区间的主流大众市场后续将交由旗下正在筹备中的第二第三品牌来主打。

当前蔚来已经发布的全系车型主要分为轿车和 SUV。轿车产品线包括：旗舰轿车 ET7 和电动轿跑 ET5，分别对应了中大型轿车和中型轿车市场；SUV 产品线包括：旗舰 SUV ES8、中大型 SUV ES7、全能 SUV ES6、轿跑 SUV EC6，覆盖了中大型 SUV、中型 SUV 和轿跑 SUV 市场。

分平台来看，蔚来今年上市交付的“577 车型”（ET5\ES7\ET7）全都出自最新的 NT2 平台；而较早发布的 866 车型（ES8\ES6\EC6）则是出自蔚来上一代 NT1 平台，预计明年 866 车型也将全部切换至 NT2 平台，完成蔚来全车型的平台升级。

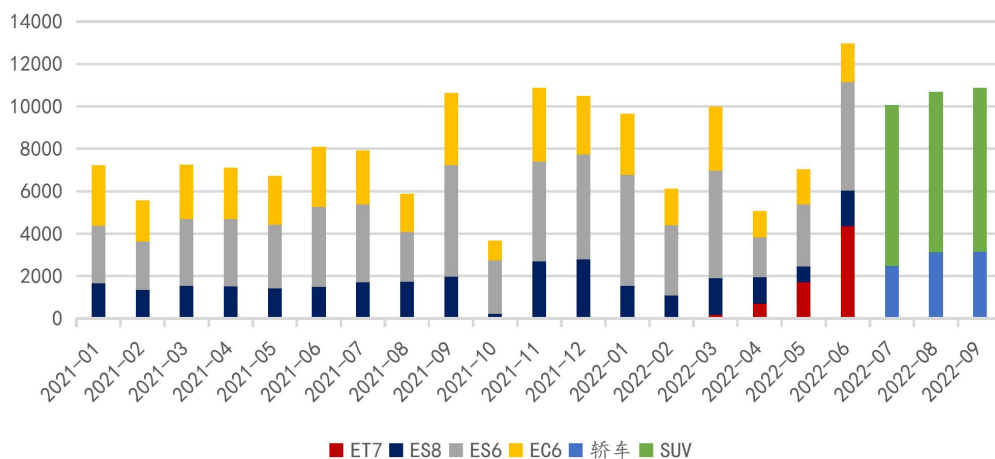
老款 866 车型较基于新平台打造的 577 车型在配置上已有所落后，结合价位段相近且同为 SUV 的 ES7 推出，866 车型的销量增长已显疲态。ET7 与 ES7 已在今年 3 月和 8 月开启了交付，仍处于产能爬坡阶段，ET5 也于 9 月底开启了交付，蔚来产品矩阵趋于完善。

图表 9：蔚来产品矩阵趋于完善

车型	上市时间	细分市场	轴距	平台	自动驾驶辅助	续航里程 (75/100/150千瓦 时电池包)	建议零售价	
	ES8	2018年6月	中大型SUV	3010 mm	NT1	NIO Pilot	450/580/850km	47.8万起
	ES6	2019年6月	中型SUV	2900 mm	NT1	NIO Pilot	465/610/900km	38.6万起
	EC6	2020年9月	中型轿跑SUV	2900 mm	NT1	NIO Pilot	475/615/910km	37.8万起
	ET7	2022年3月	中大型轿车	3060 mm	NT2	NAD	550/705/1000km	45.8万起
	ES7	2022年8月	中大型SUV	2960 mm	NT2	NAD	485/620/930km	46.8万起
	ET5	2022年9月	中型轿车	2888 mm	NT2	NAD	550/700/1000km	32.8万起

资料来源：公司官网，浙商国际

图表 10：蔚来月度销量



资料来源：公司官网，浙商国际

5. 蔚来的竞争优势

5.1. 高端品牌认知

回顾国内乘用车市场的发展，我们发现高端品牌的下探并不困难，但中低端品牌的高端化却困难重重，高端品牌认知有望成为蔚来的长期护城河。

过去国内高端品牌基本被合资或进口品牌牢牢占据，国内自主品牌的高端化一直存在瓶颈。其中重要原因之一就是品牌认知，过去国内自主品牌的车型价位一直集中在中低端车型，即使有技术有实力去做高端车型，也因为过去低端的品牌认知而让消费者难以接受，即便强如大众，其在国内大众化的价格区间和品牌定位使其高端车型途锐和辉腾同样难以生存。

如何打造电动汽车的高端品牌认知，特斯拉为蔚来打造了成功模板。特斯拉通过全栈自研的模式，在 2008 年推出了第一款智能电动跑车 Roadster。虽然当时电动跑车作为新兴事物在销量上并不出彩，但借此建立起的高端、创新、前卫的品牌形象不仅在当时帮助特斯拉拿到了谷歌联合创始人拉里·佩吉、谢尔盖·布林的投资，也为其后序的平价车型迅速打开市场做出了重要贡献。

蔚来建立高端品牌认知的策略完美复制了特斯拉的模式。自创立以来，蔚来汽车便一直对标 BBA（宝马、奔驰、奥迪），定位高端豪华电动汽车。2016 年 11 月，蔚来 EP9 电动超跑在伦敦正式发布，EP9 是蔚来的第一款车型，凭借其杰出的性能刷新各大国际赛道速度记录，帮助蔚来奠定了不俗的品牌基调。从 EP9 首发限量 6 台（分别给到蔚来创始人李斌、理想汽车创始人李想、腾讯创始人马化腾、京东创始人刘强东、高瓴资本创始人张磊、小米创始人雷军），再到 148 万美元的定价，可见 EP9 的推出之于蔚来更多的是打造高端品牌认知，而非商业化。

2017 年蔚来首款量产车型 ES8，便以中大型豪华 SUV 的定位示人，起售价达到 46.8 万元，直接对标宝马 X5、奥迪 Q7、奔驰 GLE，而后的车型价格区间便顺利逐渐下探至 ET5 的 32.8 万元，ES8 仍是蔚来起售价格最高的车型。虽然蔚来已经明确其蔚来品牌将坚守 30 万元以上的高端车型，中低端车型将启用第二第三品牌，但其打造品牌的方式且自上而下的品牌策略跟特斯拉可谓如出一辙。

图表 11：蔚来 EP9



资料来源：公司官网，浙商国际

回顾蔚来成立以来的发展，我们认为蔚来在电动汽车高端品牌建立上的成绩是一众新势力品牌中最好的。

在 2021 年第三季度之前，蔚来一直以最高的单车售价保持着新势力销冠的位置，在销量上都雄踞新势力品牌的首位。虽然后期因疫情、产能等不利因素，在销量上被竞争对手赶上，但考虑到其他对手大多集中在中低端车型和蔚来高达 35 万以上的单车平均售价，仍然可以证明消费者对于蔚来高端品牌的认可。此外，蔚来的高端不仅仅停留在认知层面，其为人津津乐道的“海底捞式”服务体系也是消费者实在触碰到的“高端”，也是维持品牌层面护城河的重要抓手。

高端的品牌认知反映到财务上，便是更高的单车均价和利润率。对比头部新势力中同为纯电品牌的小鹏，我们可以看出蔚来在销量上不及小鹏（蔚来 25059 辆 vs 小鹏 34422 辆），但在单车均价（蔚来 38.2 万元 vs 小鹏 21.6 万元）和毛利率水平（蔚来 13.02% vs 小鹏 10.88%）上都远强于小鹏，使得蔚来在销量劣势的情况下仍能保持蔚小理中营收第一的位置。后续随着 ET7 和 ES7 的产能爬坡和 ET5 的交付开启，来自轿车市场的增量势必将助推蔚来的销量，高毛利的优势有望进一步释放。

图表 12：蔚来和小鹏 2022Q2 财务数据对比

2022Q2	蔚来	小鹏
营业收入（亿元）	102.92	74.36
车辆销售收入（亿元）	95.71	69.39
2022Q2 销量（辆）	25059	34422
平均单车售价（万元）	38.2	21.6
毛利率	13.02%	10.88%

资料来源：公司财报，浙商国际

5.2. 服务体系成为业内标杆

5.2.1. 用户社区体系

蔚来对自己服务的定义并不止步于产品本身，而是致力于延伸至用户的出行生活中去，围绕蔚来的产品和服务打造一种生活方式。通过线上蔚来 NIO app 与线下蔚来中心和蔚来空间，形成线上线下一体化的用户服务社区。

首先 NIO app 作为最重要的线上入口，不仅可用于销售汽车，订购及配置蔚来所有车型，也可用于控制车辆、获取服务及购买 NIO Life 产品。有别于传统车企 app 以广告、咨询和功能性为主，NIO app 是以用户社区为导向的。蔚来以直营的模式直接面对到终端用户及潜在的用户，线上社区化的运营方式使得蔚来能够更加便捷地完成用户及潜在用户的触达，及时了解和反馈客户需求，同时挖掘潜在用户；而 app 用户则可以通过社区化的渠道表达对于品牌的意见建议，并且通过社区内的社交找到志同道合的车友，将社交属性从线上衍生至线下的活动与生活，进而成为有归属感的群体组织。例如蔚来每年的 NIO Day 可以说是汽车圈内最盛大的汽车品牌活动。

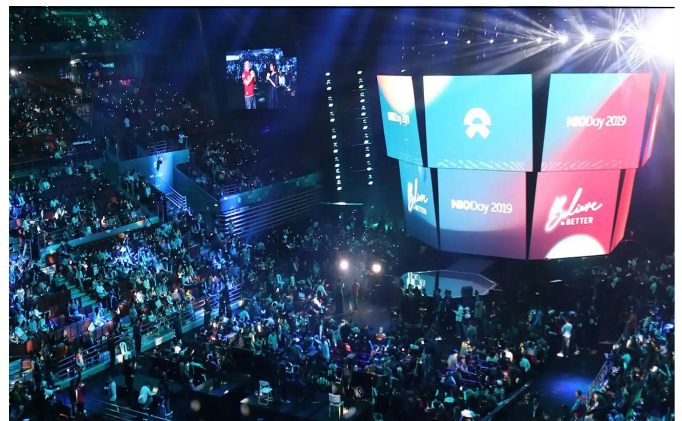
截止 2021 年 10 月，蔚来 App 的用户注册量达到 200 万、日活超过 23 万、用户产生的内容超过 1200 万篇；而根据管理层近期透露的数据，蔚来的 app 日活已经达到 40 多万。即使在占据 30 万元以上高端车型主要市场的 BBA 的 app，这样的用户活跃度也是难以想象的。

线下的服务触达和用户互动则集中在蔚来中心（NIO House）和蔚来空间（NIO Space）展开。蔚来中心主要分布在中国的一二线城市，除了产品销售和体验展示的空间外，还提供了大范围的社交、娱乐、休闲、办公学习等会所空间，使其服务延伸至用户生活中去；蔚来空间是蔚来门店的另一种形态，主要承担蔚来品牌和产品的展示、销售功能，空间更紧凑精致，数量远多于蔚来中心，可以非常高效地下沉触达到更多的消费者。截至 2022 年 9 月 30 日，在用户服务体系方面，蔚来已在中国累计布局 77 家蔚来中心、341 家蔚来空间。

由 NIO app、蔚来中心及蔚来空间形成的线上线下一体的用户社区平台为基础，蔚来通过蔚来日（NIO Day）及蔚来活动（NIO Events）以及生活方式品牌 NIO Life 进一步加强与用户社区的交流和连结。

图表 13: NIO app


资料来源：Appstore，浙商国际

图表 14: NIO day


资料来源：公司官网，浙商国际

5.2.2. 能源服务体系

蔚来针对当下电动汽车补能的痛点推出了“可充可换可升级”的 NIO Power 能源服务体系。具体来说，蔚来的能源服务体系包括家充桩（Power Home）的家用充电方案、换电站（Power Swap）的换电方案、超充桩（Power Charger）的超充方案及移动充电车（Power Mobile）的移动充电方案，以上方案均与云端的蔚来能源云（Power Cloud）连结，可将用户的电量使用信息与蔚来的能源网络同步，并根据用户的位置及用电模式，智能推荐适当的服务。

整个服务体系中，最值得称道的是蔚来在业界首屈一指的换电模式。

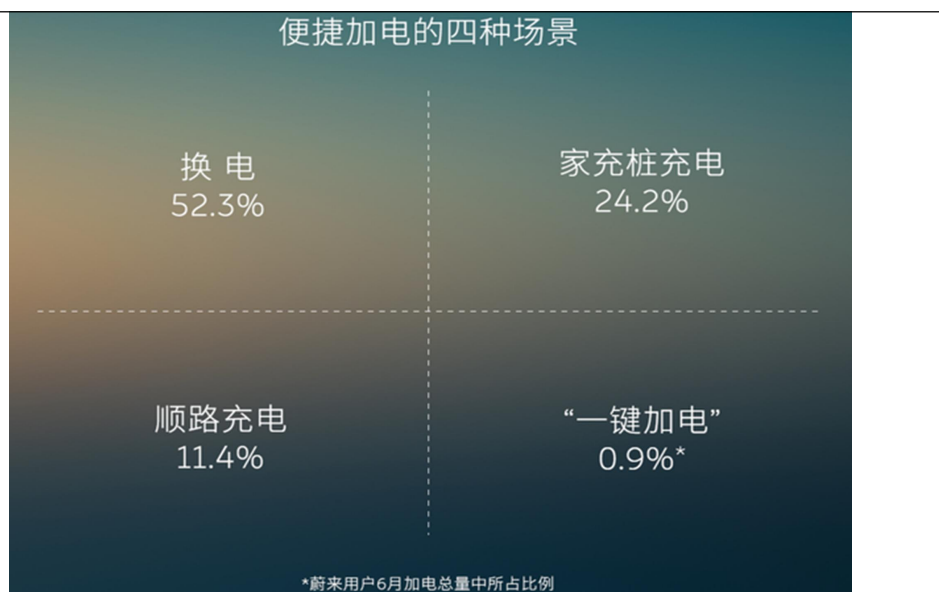
换电在过去被认为是一种难以跑通的模式，换电模式的鼻祖 Better Place 于 2007 年诞生，但由于换电模式遇到的各类问题，仅仅 6 年之后便走向了破产。其中比较突出的问题在于：1) 换电系统和技术标准难以统一：乘用车领域的换电模式，只是个别新能源汽车厂家提供的服务，换电车型少，也没有统一标准和市场规范，也就难以形成足以商业化运营的市场规模。2) 商业模式难盈利：换电站建设成本高，回报周期长，商业模式难以盈利，当前主要作为部分车企提供给车主的补能服务。

即便换电模式在操作和运营上有诸多难点，我们仍然不能否认当前的所有补能方式中，换电是最为快捷便利的，作为提供给消费者的配套服务来说，是蔚来相较同业重要的竞争优势。

蔚来的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。业内经常会讨论快充 vs 换电谁是未来的方向，单从用户的体验来说，蔚来用户的选择已经

给出了答案。在今年蔚来的 NIO POWER DAY 上，蔚来公布了今年 6 月蔚来用户加电总量的比例，出乎市场意料的是换电成为蔚来用户占比最大的补能方式，高达 52.3%，而选择家充桩和顺路充电的充电电量仅 24.2% 和 11.4%。

图表 15：蔚来补能体系的用户使用占比



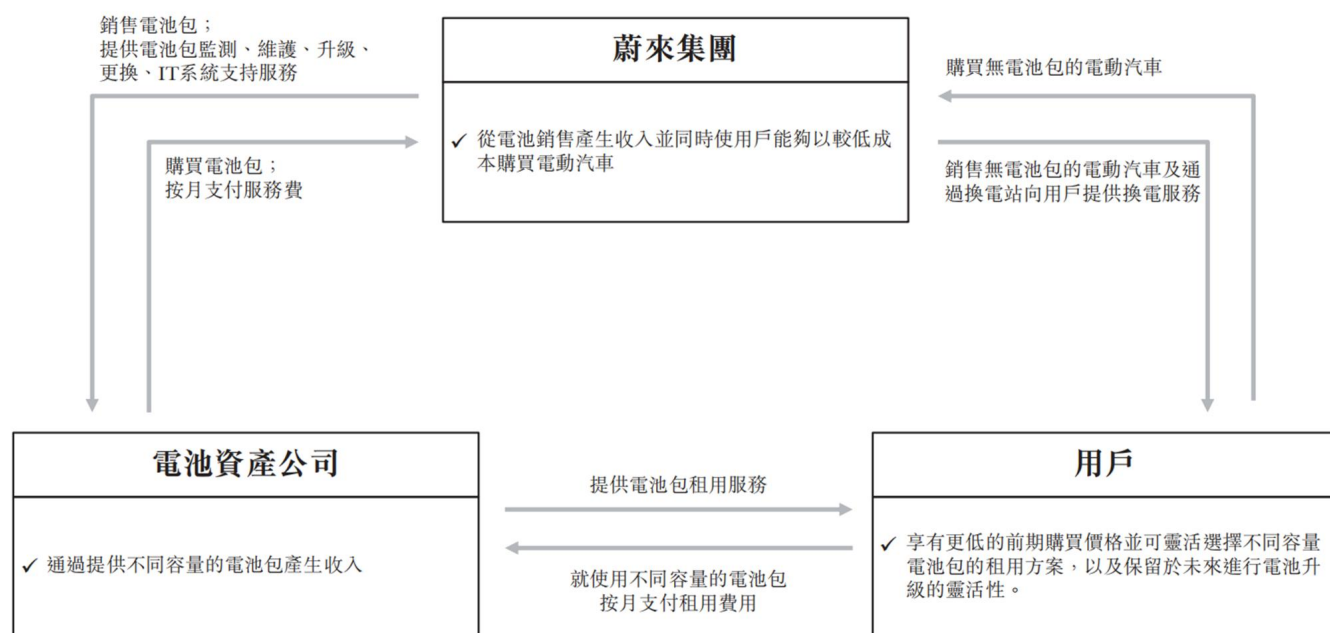
资料来源：公司官网，浙商国际

此外，基于换电服务，蔚来在 2020 年还推出了业内首创的电池租用服务 (BaaS)。BaaS 服务将电池与汽车分离，用户可以单独租用电池，无需买断电池的产权，从而大幅降低了前期购车门槛。2021 年全年，蔚来交付的汽车中，有一半以上的用户选择了 BaaS 服务。

以蔚来 ET5 为例，ET5 标准续航版补贴前售价 32.8 万元，若选择 BaaS 服务，车价将立减 7 万元，后续每月的费用包括电池租用费用 (980 元/月) + 电池保险 (80 元/月，选择服务无忧套餐的用户可免除)；而 ET5 的长续航版本补贴前售价 38.6 万元，选择 BaaS 服务可以使其车价立减 12.8 万元，后续每月的费用包括电池租用费用 (1680 元/月) + 电池保险 (80 元/月，选择服务无忧套餐的用户可免除)。

BaaS 服务的基本运作方式为：1) 蔚来集团在电池资产公司端，向其出售电池包及相关服务，在用户端负责销售无电池包的电动汽车和提供换电服务；2) 电池资产公司在蔚来集团端，向其购买电池包及相关服务，在用户端提供电池租用服务并收取租用收入；3) 用户在蔚来集团端以更低的购车门槛向其购买无电池包的电动汽车，在电池资产公司端则按月支付租用费用。

BaaS 服务的创新在于电池和整车在产权与使用权上的分离，为用户带来了诸多的优点，其中包括：1) 如上所属，BaaS 服务通过车电分离的方式降低购车门槛；2) 车电分离可以避免电池衰减带来的二手车保值率问题；3) 无需担心电动汽车长期使用中电池的衰减问题；4) 未来随着电池成本降低，BaaS 的月租金有望下调。

图表 16：蔚来 BaaS 服务运作机制


资料来源：蔚来招股书，浙商国际

5.2.3. 服务体系不断完善

根据蔚来每月发布的基础设施布局，我们可以看到随着保有量的提升，蔚来整个服务体系也在不断的完善中。

截至 2022 年 9 月 30 日，在用户服务体系方面，蔚来已在中国累计布局 77 家蔚来中心、341 家蔚来空间、71 家蔚来服务中心、181 家授权服务中心、49 家蔚来交付中心、2 家蔚来二手车体验店；在能源服务体系方面，蔚来已经布局了 1151 座换电站（其中 315 座高速公路换电站）、1046 座超充站、5523 根超充桩、916 座目的地充电站、5769 根目的地充电桩、接入 570,000+根第三方充电桩。

蔚来计划于 2025 年在全球范围内累计建成 4000 座换电站，其中中国市场电区房（指距离换电站 3 公里以内的住宅或办公场所）的目标覆盖率将达到 90%，届时也将打通“九纵九横十九大城市群”高速换电网络，2025 年目标建成 168 条目的地加电路线。

图表 17：蔚来在国内的补能体系布局



资料来源：公司官网，浙商国际

6. 当前的困局与展望

6.1. 品牌逐渐向下拓展

6.1.1. 高端车型的销量瓶颈

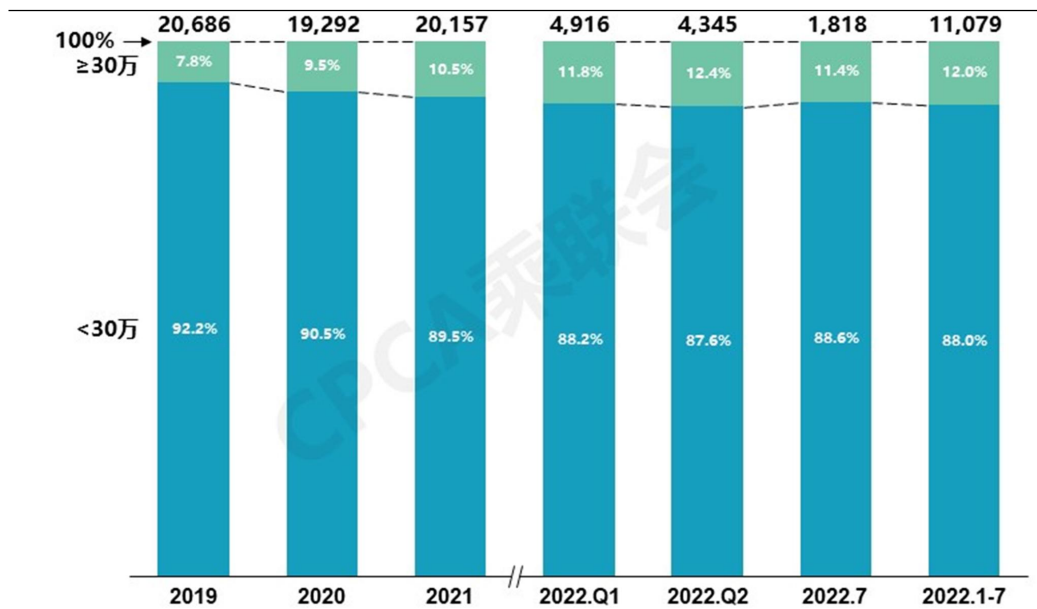
蔚来的高端定位使其在品牌发展初期吃到了高端电动 SUV 这个在国内留白的蓝海市场的红利。对标 BBA 的高端定位结合“海底捞式”的服务，再加上当时国内高端新能源 SUV 的选择有限，蔚来成为国产新势力品牌中的领头羊。

但当下随着众多新势力品牌的上探，中高端 SUV 市场正在成为一片竞争激烈的红海，众多造车新势力纷纷推出了各自的高端 SUV 车型，例如问界 M7、小鹏 G9、理想 L9 等。细分赛道变拥挤的同时，蔚来推出的众多价格相近的中高端 SUV 车型也产生了严重的内耗，拥有多条 SUV 产品线的蔚来在销量上甚至不敌仅有一款车型一款配置在售的理想。当下蔚来产能问题同样在限制着蔚来的交付和销量，在 7 月 31 日的蔚来合作伙伴日上，蔚来 CEO 李斌就透露，因为压铸件供应不足，导致 7 月生产较计划减少了数千辆。

除了竞争和产能方面的外因，我们认为销量瓶颈的内因则是由于蔚来的高端定位。在“蔚小理”中，蔚来在 Q1 的销量仅为 2.6 万辆，远低于小鹏和理想的 3.5 万辆和 3.2 万辆，但蔚来凭借其近 36 万元的单车售价，仍然撑起了蔚来在“蔚小理”中收入第一的位置。

纵观整个乘用车消费市场，虽然 30 万元以上的高端车型在国内乘用车市场的销量占比在逐年提升，但目前其占整个国内乘用车销量也仅在 12% 左右。鉴于蔚来高达 36 万元的单车平均收入，其销量的天花板自然相对较低，这也同样造成了蔚来的销量增速乏力。

图表 18：分价格端乘用车市场份额（千辆）



资料来源：乘联会，浙商国际

但是造车这门生意非常依赖规模效应来分摊成本，蔚来高昂的服务和研发成本更加需要规模效应来支持，例如蔚来的换电服务就需要更多的销量和保有量来提升换电站利用率。因此提振销量对于当下的蔚来至关重要，完成价格区间的下探显得迫在眉睫。

6.1.2. 蔚来的多品牌战略

出于品牌认知与定位的考虑，CEO 李斌明确表明，蔚来品牌不会推出比 ET5 售价更便宜、尺寸更小的车型，这意味着 ET5 32.8 万元的起售价已经是蔚来品牌的下限。因此对于价格区间的下探，蔚来已经明确了采用多品牌的战略。

首先蔚来品牌将继续主攻 30 万元以上的高端市场。过去蔚来在品牌和服务上的投入已经将其稳稳定位在了高端阵营，“高端+海底捞式的服务”是蔚来重要的竞争优势，也是当下市场“配置内卷”下得以获得溢价的重要原因。如果用蔚来品牌进行价格下探，在营销推广上会有所优势，但同时也是对过去打造的溢价的损耗。例如 NIO House 能给到高端车型用户优质服务，但如果大量中低端车型用户也能共享其服务，势必会大大影响其服务质量，是对其服务溢价的严重损耗。

多品牌战略根据品牌定位的不同推出各自独立的销售与服务体系。虽然前期的投入较大，但可以更好的设计和分层用户运营模式，更好的保证各个价格段的产品和服务质量，避免引起过大的内耗。

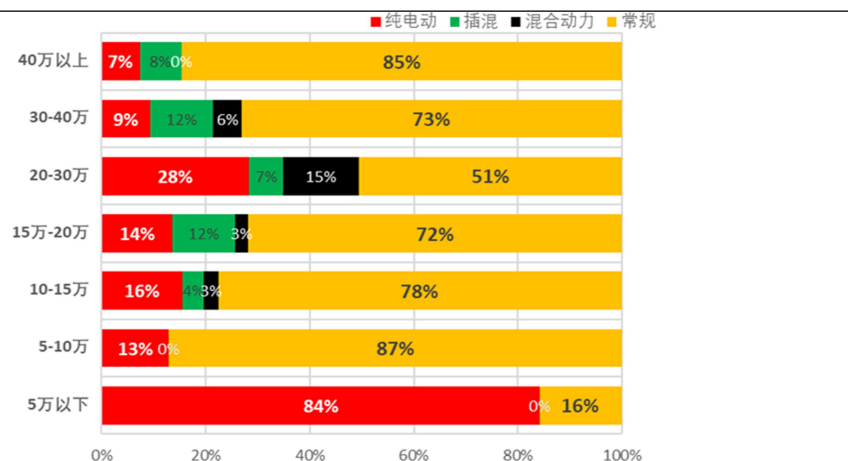
蔚来第二品牌的内部代号为“阿尔卑斯”，旗下车型主攻 20-30 万元区间，并且计划最早在 2024 年实现首款车型的量产。另外，蔚来的第三品牌也正在筹划中，项目代号为“萤火虫”，同样将是独立运营的品牌。“萤火虫”的目标价格区间将下探至 10-20 万元。自此，蔚来形成了类似于丰田集团内“雷克萨斯、丰田、铃木”的阶梯式矩阵。

国内 30 万元以下的乘用车销量占到了整个市场份额的 88% 左右，“阿尔卑斯”和“萤火虫”的推出让蔚来基本覆盖了整个主流大众消费市场，随着后续的量产交付，公司有望大幅提振其销量水平。

6.1.3. 进军中低端的隐忧

与燃油车有所不同，新能源汽车的强势渗透率主要体现在 20-30 万和 5 万以下的价位段车型。根据乘联会的数据，5 万以下车型的新能源车占比已经超过燃油车，高达 84%；其次则是 20-30 万价位段的车型，新能源汽车的合计占比接近一半，达到 49%；10-20 万区间的车型，传统燃油车仍占据着主要市场，其中 10-15 万和 15-20 万区间的燃油车占比分别达到 78% 和 72%。

图表 19：不同价位段车型销量动力占比



资料来源：乘联会，浙商国际

“阿尔卑斯”所在的 20-30 万价位段市场，新能源车的产品力和竞争都较强；而“萤火虫”所主攻的 10-20 万价位段市场，当下虽然新能源车渗透仍较弱，但从竞争对手推出的车型来看（比亚迪的宋、元、秦、海豚；哪吒的 V、U；小鹏的 P5、G3 等等），未来也将是群雄逐鹿的细分市场。

在中低端品牌的主要竞争对手中，除了新能源品牌之外，传统燃油车品牌仍占大头。蔚来在服务、技术和智能化上的优势出于成本考量，做不到完全下放到中低端车型中，但部分的下放共享（例如补能体系、平台技术）依然能使其相较竞争对手存在局部的竞争优势。尤其在本就智能化较弱的低端车型中，智能技术的下放有望突出其性价比。

定位越低端的市场越是注重性价比，尤其低端市场是价格战的重灾区，成本控制是重点。例如 10-20 万区间的价位段，比亚迪在国内新能源汽车 8 月销量榜单中占据了前 4 席；在国内 8 月整体销量榜单前十中也占据了 3 席，丝毫不虚传统车企。其中最关键的原因就在比亚迪的成本控制上，其规模效应结合产业链自给自足，再结合混动技术上的优势，使其完成了混动车型价格的下探，形成了对同级燃油车的竞争优势，从而进一步抢占市场。

蔚来当前仍处于“烧钱走量”的阶段，新品牌建立初期势必会导致较大的前期投入，战线的拉长在后期也会面临更重的财务压力，后续在中低端车型的成本控制能力还犹未可知，但鉴于市场竞争现状和较低的单车售价，中低端车型的盈利任重道远。

因此，我们认为蔚来的价位段下探，有自身的优势也有劣势，总体而言是不小的挑战。但可以肯定的是，更多价位段市场的覆盖，一定有助于蔚来在销量上的提升，进而去完成质变前量的积累。

6.2. 产品矩阵导致的品牌内耗

当前蔚来正面临着销量增长乏力的困境。在 2021 年 7 月之前，蔚来凭借其先发优势在蔚小理中的月销量长期排在第一位，但在 2021 年 7 月小鹏和理想在销量上实现了对蔚来的反超，并且蔚来月销量的增长率也基本处于下风，销量上的追赶显露疲态。我们认为销量增长困境的原因主要有以下三方面：

以往蔚来借以起家的高端 SUV 细分市场已经开始变得非常拥挤。在蔚小理中，理想深耕 30 万以上的 SUV 车型，既定价在 35 万的理想 ONE 成功大卖后，理想在 6 月又发布了新款理想 L9，更是将其价格段上探至 45 万，更新的款式且更有话题度的理想 L9 使其有望成为这个价位段的强势选手。此外，小鹏、问界、阿维塔等品牌也都同样推出了旗下非常有竞争力的高端 SUV 车型，随着后续各大品牌的竞品交付，国内高端电动 SUV 市场的竞争势必会愈发激烈。

供应链问题时常导致蔚来产能吃紧。蔚来的交付销量时常受到供应链短缺问题的困扰，当前蔚来 ET7 在关键的产能爬坡交付期，自今年 3 月开始交付以来，至今年 6 月销量逐月攀升，6 月 ET7 销量达到 4349 辆，占当月蔚来总交付量的 34%。但 ET7 的交付在 7 月遭遇铸件供应不足的问题，导致少生产几千台车，对 7 月蔚来的销量打击巨大，7 月蔚来 ET7 和总销量分别环比下降 43%和 22%。蔚来因为供应链问题导致的减产停产时有发生，在供应链的话语权和分散程度上仍有进步空间。

导致销量踌躇不前的另一个重要因素，就是蔚来过于重合的产品矩阵。蔚来的产品销售过于集中在 SUV 车型，当前在售的车型包括 ET7/ET5/ES7/ES8/ES6/EC6，其中轿车车型

ET7 仍处于产能爬坡期;ET5 则在 9 月底才开始交付;其余 ES7/ES8/ES6/EC6 皆为 SUV 车型。9 月蔚来 SUV 的销量占比超 7 成。

ES8/ES6/EC6 都是 2018 年至 2020 年间上市的产品,从 2020 年 9 月 EC6 交付到今年 3 月 ET7 交付,近一年半时间中,在市场不断推陈出新的情况下,蔚来始终没有新增车型去抢占市场,也就缺乏了推动销量增长的动力。并且 ES8/ES6/EC6 的车型、定位和价位段都有相似甚至重叠的地方,导致蔚来即使有多条产品线,但出现了 1+1 却小于 2 的效果,整体销量甚至不及仅有一款车型在售的理想。

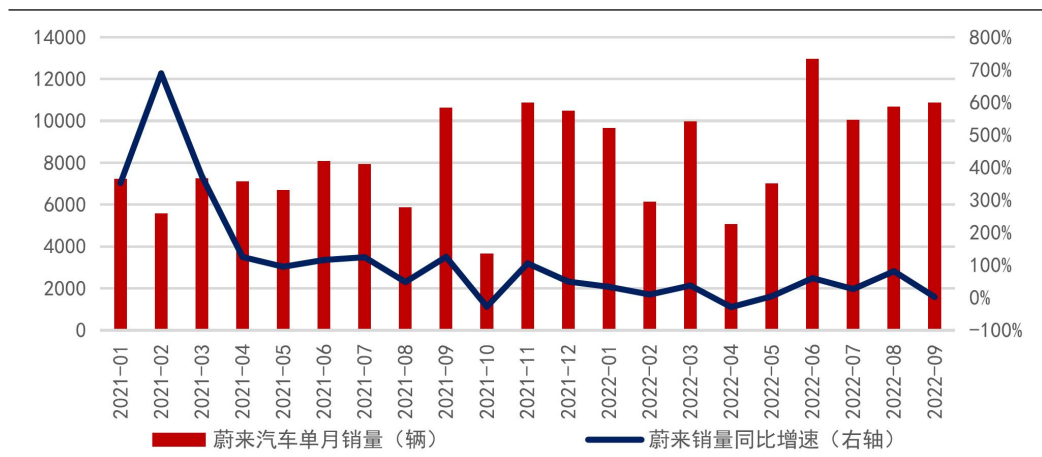
蔚来近期推出的新款 SUV ES7 更是如此,ET7 是蔚来第二代技术平台 NT2 的首款 SUV,在续航、自动驾驶、智能座舱等方面较过去的 SUV 车型都有大幅提升,但价格却和 ES6、EC6 的高配版、ES8 的低配版有所重叠。这无疑会使得蔚来产品线之间的内耗进一步加大,ES7 势必会蚕食和挤压现有的 SUV 车型的销量。

究其原因,由于过去在资金和时间上的掣肘,蔚来的轿车车型发布较晚。举例来说,蔚来的主力车型 ES6 与 ES8 都是基于第一代平台 NT1 进行开发,其 ES6 与 ES8 的通用零部件大约在 50%左右,平台化和通用零部件都使其在推出时间和成本上更有优势,ES6 的兄弟车型 EC6 更是如此。而且,考虑到 ET7 和 ES8 的零部件通用率低,大约只有 20%,而且第一代平台 NT1 本身并不适合轿车车型的开发,因此共享第一代平台来开发新的轿车车型的 plan 被搁置,ET7 和 ET5 都是基于第二代平台 NT2 所打造,后续 ES8/ES6/EC6 也将改款升级到第二代平台。

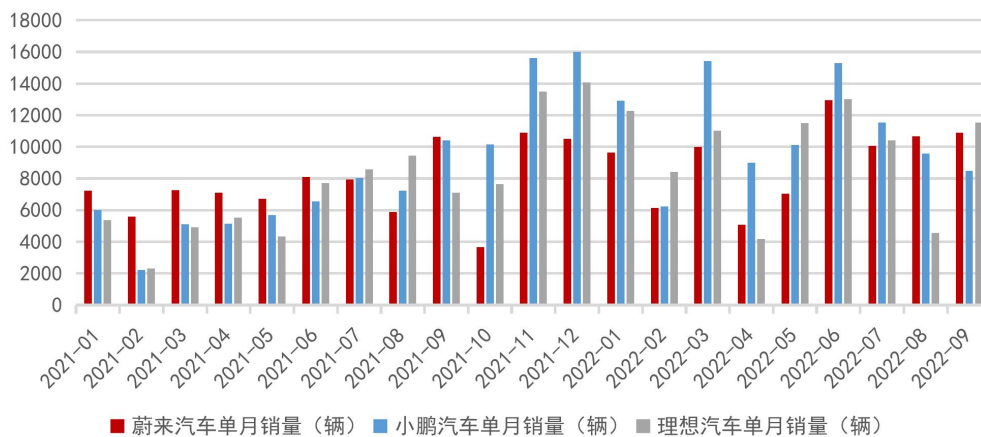
在蔚来品牌下,我们当前已知的产品矩阵中已经有 ES8/ES7/ES6/EC6/ET7/ET5 这六款车型,产品矩阵已经趋于完善。从车型上来看,蔚来已经覆盖了中型至中大型轿车和 SUV,还有轿跑型 SUV。从价位上来看,蔚来品牌的价格区间已经扩展至 30 至 65 万区间,平均售价达到 43 万元。随着后续 ET7 的产能和交付量的继续爬坡和今年 9 月底 ET5 的交付开启,蔚来过于重合的产品矩阵问题有望大幅缓解。将来“阿尔卑斯”和“萤火虫”的顺利落地,有助于蔚来将产品延伸至更多的细分市场,进一步完善产品矩阵,助推销量增长。

从 ET7 开始交付的销量效果来看,6 月 ET7 的销量已经快速攀升至 4349 辆,占当月蔚来总交付量的 34%,7 月由于供应链问题导致了 ET7 的产能滑坡,影响到了当月整体交付销量。我们预计后续随着供应链问题的缓解和 ES7/ET5 的交付开启,蔚来的销量有望在 Q4 迎来跳升。

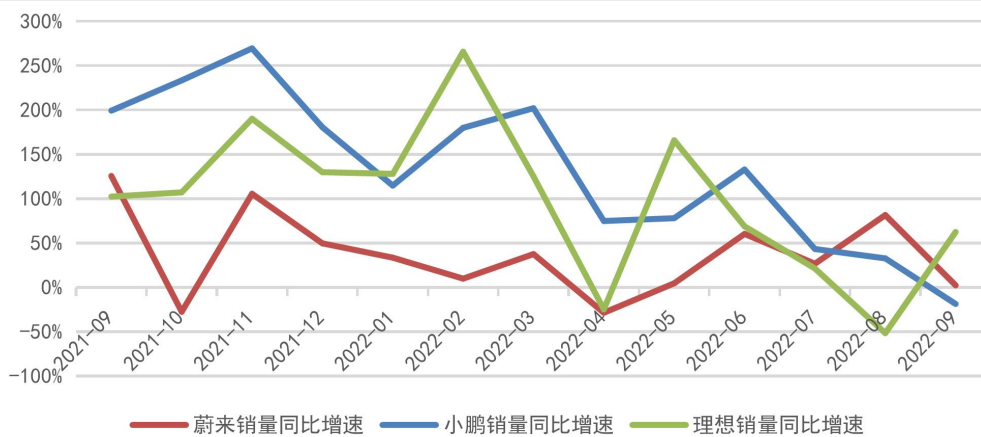
图表 20: 蔚来汽车单月销量



资料来源:公司财报,浙商国际

图表 21：蔚来单月销量比较


资料来源：公司财报，浙商国际

图表 22：蔚来单月销量同比增速比较


资料来源：公司财报，浙商国际

6.3. 费用快速增长，亏损幅度有所增大

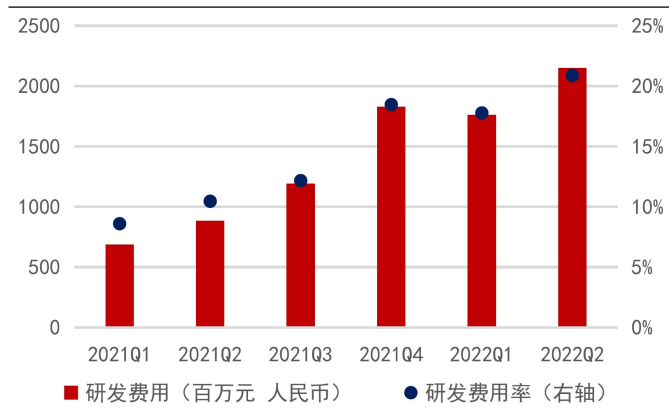
蔚来当下仍处于“烧钱”阶段，其持续快速增长的研发和销售管理支出大幅拖累了其盈利能力，再结合逐步放缓的销量，市场对蔚来模式的可持续性产生了些许担忧。

回顾 2022Q2 蔚来的支出与盈利情况，2022Q2 蔚来的研发费用和销售及管理支出分别高达 21 亿元和 23 亿元人民币，分别同比增长 143% 和 52%。结合上游原材料成本的压力，造成整体 Q2 净亏损高达 28 亿元，单车亏损超 11 万元。今年上半年净亏损达到近 45 亿元，已经超过了 2021 年全年 40 亿元的净亏损。

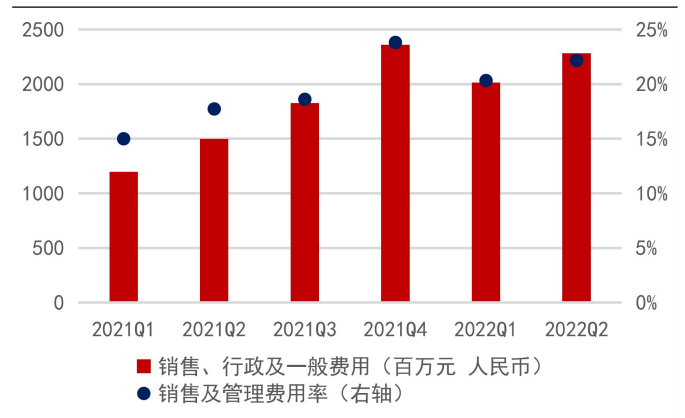
研发支出自去年 Q4 便开始了快速提升，今年 Q2 的研发费用率已经达到 20% 以上，费率几乎是去年同期的两倍。研发的大幅增长是在预期之内的，研发支出作为前置且刚性的支出，伴随着蔚来战线的拉长而出现了快速的增长。除了像动力电池的产业布局、自动驾驶技术、平台研发等，还包括了上文中我们提到的关于第二和第三品牌的研发布局，这些都会直接导致公司研发人员的成本以及新产品新技术的设计开发成本快速增长。

销售及管理方面的支出 Q2 同样处于高位，主要由于人员成本增加及与销售及服务网络扩展相关的成本增加。而且 Q2 处于 ET7 的交付初期，相关的人员及营销方面的开支较 Q1

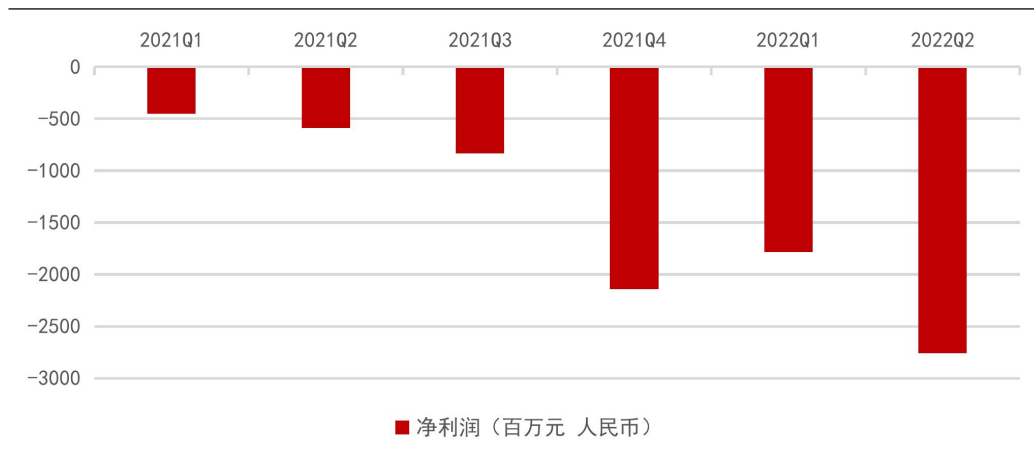
也有所增长。后续又将迎来 ES7/ET5 的预热和交付，预计下半年销售及管理方面的支出仍将处在高位。

图表 23：蔚来研发支出和相关费用率


资料来源：公司财报，浙商国际

图表 24：蔚来销售及管理支出和相关费用率


资料来源：公司财报，浙商国际

图表 25：蔚来各季度净利润


资料来源：公司财报，浙商国际

7. 蔚来处于换挡加速期，未来关注重点仍将是销量增长

总结来看，当前蔚来处于旧款“866 车型”（ES8\ES6\EC6）向“577 车型”（ET5\ES7\ET7）过渡的新旧车型与新旧平台的转换期，出自新一代 NT2 平台的 577 车型自然在各项性能参数上都要强过过去出自第一代 NT1 平台的 866 车型，再加上相近的价位段且同为 SUV 车型的 ES7 发布，866 车型销量增长的疲态预计难以避免。

再考虑到 577 车型中，ET7 在今年 3 月底开启交付，中间遭遇到因压铸件供应不足导致的产能问题，至今仍处于产能爬坡期；而 ES7 在 8 月底开启了交付，ET5 则要到 9 月底才开启交付。因此，当前蔚来就处在这样一个旧动能显疲态，叠加新动能仍未完全接棒的换挡期，同时中间还遭遇到了疫情、供应链和市场竞争等诸多不利因素。

在这样的换挡期中，销量增速承压导致了营收增速承压；原材料成本增加导致了毛利润承压；新车型前置的研发销售成本导致了费用的承压，多种不利因素共同导致公司的盈利能力承压，从而引发了市场对于蔚来模式可持续性的担忧。

通过对蔚来现状的剖析，换挡期遭遇的困难已经充分的反映在了投资者预期和前期低迷的股价表现中。在换挡期的高投入高亏损之后，着眼于未来，我们认为投资者的关注点仍然应当回归到销量增长，如果前置的高投入无法在未来销量上有所兑现，这才是最令人担心的点。关于未来的销量，我们最为关注的是车型当下的订单情况和未来的产能情况。

首先在订单方面，虽然公司早前就停止了订单数量的披露，但是我们从管理层的公开描述中可以明显感受到管理层对于订单量的信心。管理层在 Q1 的财报电话会议上就表示 ES8、ES6 和 EC6 订单稳中有增，ET5 是蔚来有史以来同期订单量最大的车型；并且在 Q2 的财报电话会议上表示，不论是 ET7 还是 ES7，订单量都非常充足，特别是 ES7，最近表现超过预期。根据调查，ES7、ET7 下订后的交付等待时间长达 3-4 个月，ET5 则要等到明年，可见其订单火爆程度。

在订单火爆的情况下，产能就是最需要关注的点，毕竟长期以来产能始终是制约各家新能源车销量的命门。

去年 10 月，为了保障 ET7 按时交付，蔚来对于江淮蔚来工厂进行了改造升级，年产能可以到 24 万，最高可提升到 30 万台；并且第二生产基地新桥 F2 工厂的规划年产量高达 100 万辆。管理层在 Q2 的财报电话会议上表示新桥 F2 工厂将专注于 ET5 的生产，Q3 开始一直在进行大规模量产的调试，后续随着产能爬坡，ET5 有望在今年 12 月实现月交付量过万的目标。

规划产能充足，但偶发的供应链问题却时常困扰蔚来，例如前期 ET7 的销量反复就是受制于压铸件供应不足而导致的产能爬坡缓慢，预计要到 10 月份才能完全解决。另外，像疫情、物流、芯片短缺等都可能影响蔚来的供应链安全，从而影响到公司的产能。因此，我们认为蔚来在经营中较大的不确定性仍然在偶发的供应链问题，这也是投资者应当关注到的重要风险点之一。

8. 盈利预期与估值

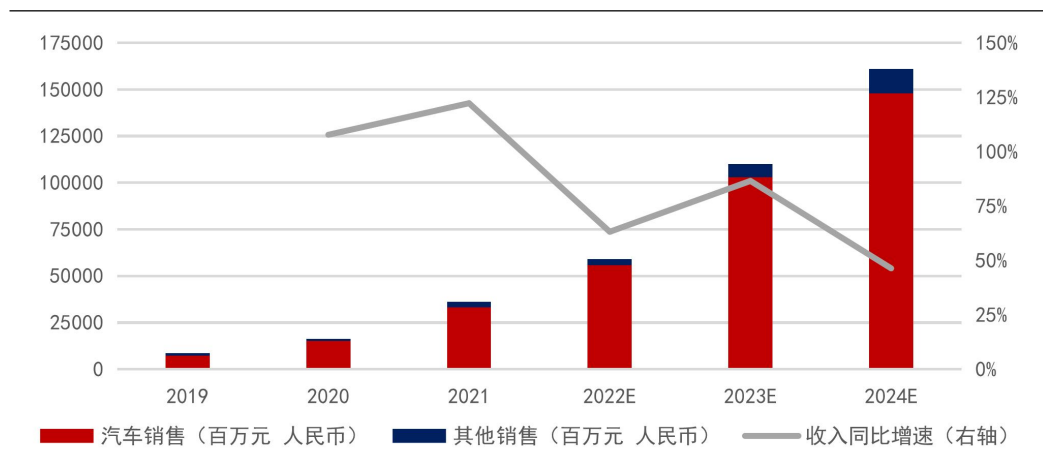
8.1. 盈利预期

我们预计公司未来三年（2022E、2023E 和 2024E）收入仍将保持快速增长，预计分别同比增长 63%、87%和 46%，达到人民币 590 亿元、1100 亿元和 1611 亿元。

其中，2022H1 业绩和 2022Q3 公司业绩指引已经公布，公司 2022 年前三季度仍处于换挡期，营收增长承压。我们预计随着 ET7/ES7 的产能爬坡和 ET5 的交付开启，蔚来 Q4 的营收有望迎来跳升，综合全年的营收情况，我们预计公司 2022E 的营收同比增长 63%至 590 亿元。随着 577 车型的产能趋于稳定、866 车型换代升级至 NT2 平台，再结合第二品牌“阿尔卑斯”有望在 2024 年下半年实现量产，我们预计 2023E/2024E 公司营收仍能实现强势增长，站上千亿台阶。

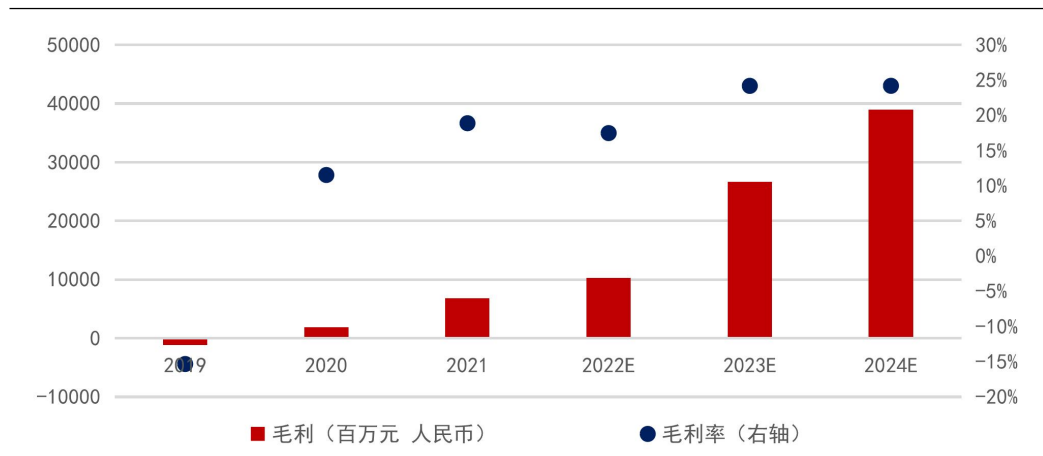
在毛利率方面，由于上游原材料成本压力和产品换挡期，我们预计 2022E 公司毛利率水平承压，较 2021 年 18.9%的毛利率水平同比下降 1.4 ppts 至 17.5%；而 2023E/2024E 的毛利率水平我们预计将会由于上游成本改善、866 车型的平台升级、577 车型的稳定产能等因素共同作用于营收与成本端，实现公司毛利率水平的抬升。

图表 26：蔚来营收水平预测



资料来源：公司财报，浙商国际预测

图表 27：蔚来毛利率水平预测

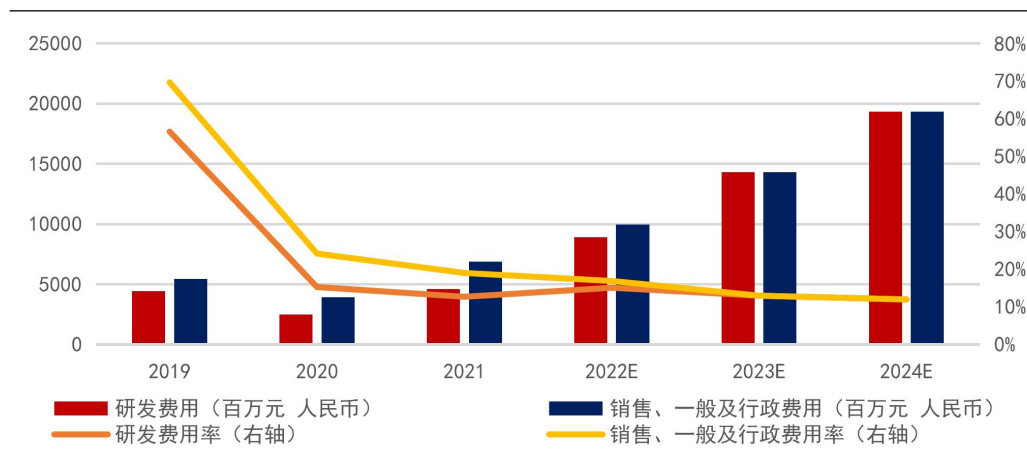


资料来源：公司财报，浙商国际预测

在费用方面，我们预计 2022E 将会承压，换挡期前置的研发和营销费用使得研发和销售管理费用仍保持快速增长；随着公司战线拉长，2023E 和 2024E 的费用方面我们预计同样会保持快速增长，但增速会有所降低，结合更大的营收规模，费用率也会有所摊薄，规模效应逐步显现。

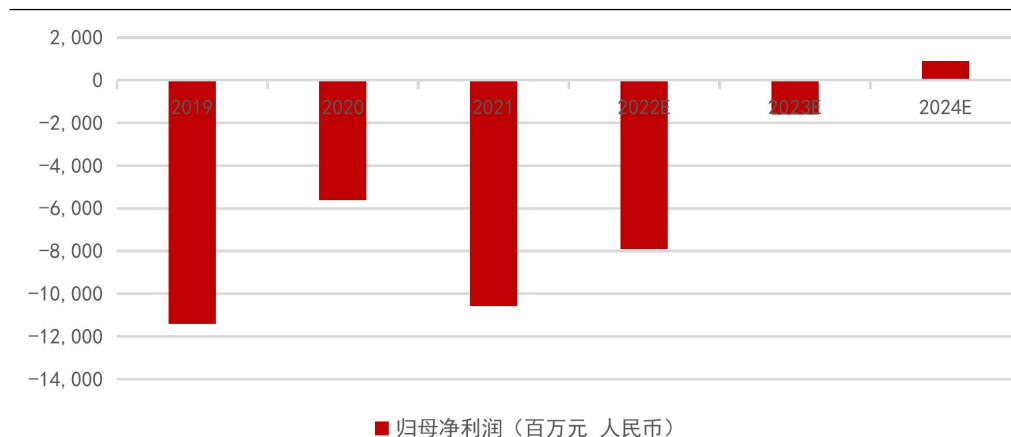
综上我们预测得到公司 2022E/2023E/2024E 归母净利润将分别达到-79/-16/9 亿元，预计在 2024 年实现扭亏为盈，对应公司 2021E/2022E/2023E 的 EPS 达到-4.8/-1.0/0.6 元。

图表 28：蔚来费用和费用率水平



资料来源：公司财报，浙商国际预测

图表 29：蔚来归母净利润水平



资料来源：公司财报，浙商国际预测

图表 30：蔚来各业务板块未来 3 年营收规模预测

百万元 人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车销售收入	15,183	33,170	55,719	102,837	148,027
其他销售收入	1,075	2,967	3,258	7,196	13,068
收入总额	16,258	36,136	58,976	110,033	161,096
YoY	108%	122%	63%	87%	46%
汽车销售成本	-13,256	-26,517	-43,182	-77,128	-111,021
其他销售成本	-1,129	-2,798	-2,932	-6,297	-11,108
销售成本总额	-14,385	-29,315	-48,670	-83,425	-122,128

汽车销售毛利	1,927	6,653	12,537	25,709	37,007
其他销售毛利	-53	168	326	900	1,960
毛利	1,873	6,821	10,307	26,609	38,967
毛利率	12%	19%	17%	24%	24%
研发费用	-2,488	-4,592	-8,910	-14,304	-19,331
研发费用率	-15%	-13%	-15%	-13%	-12%
销售、一般及行政费用	-3,932	-6,878	-9,971	-14,304	-19,331
销售、一般及行政费用率	-24%	-19%	-17%	-13%	-12%
经营利润	-4,608	-4,496	-7,987	-2,000	304
净利润	-5,304	-4,017	-7,660	-1,367	1,149
归母净利润	-5,611	-10,572	-7,900	-1,607	909

资料来源：公司财报，浙商国际预测

8.2. 估值及投资建议

在估值方面，我们选取了国内新能源汽车市场中蔚来主要的国内外新势力竞争对手作为可比公司，包括了特斯拉、小鹏、理想和比亚迪。

我们采用市净率（P/S）对蔚来汽车进行估值。当前可比公司 2023E 的平均市净率估值为 2.4 倍，结合我们预计蔚来未来三年的营收增速较可比公司的平均增速更乐观，综合考量我们给到蔚来汽车 2023 年 2.5 倍的市净率，对应目标价 184 港元。目标价相较当前 103.5 港元的股价潜在涨幅达到 78%，故我们首次给予蔚来汽车买入评级。

图表 31：相关可比公司估值对比

公司	市值 (百万美元)	股价 (USD)	营业收入 (百万美元)				收入同比增速 (%)			市销率 (P/S)			
			FY 2021	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2021	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
特斯拉	698638	223.0	53823	84645	119500	144494	57.3%	41.2%	20.9%	13.0	8.3	5.8	4.8
小鹏汽车	8125	4.8	3254	4901	9208	14222	50.6%	87.9%	54.5%	2.5	1.7	0.9	0.6
理想汽车	19803	19.0	4188	6592	13449	19784	57.4%	104.0%	47.1%	4.7	3.0	1.5	1.0
比亚迪	90709	24.2	32763	51937	71087	87911	58.5%	36.9%	23.7%	2.8	1.7	1.3	1.0
平均值							56.0%	67.5%	36.5%	5.7	3.7	2.4	1.9

注：数据截至 2022 年 10 月 11 日

资料来源：Bloomberg，浙商国际

9. 财务报表

图表 32：利润表

百万元 人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车销售收入	7,367	15,183	33,170	55,719	102,837	148,027
其他销售收入	458	1,075	2,967	3,258	7,196	13,068
收入总额	7,825	16,258	36,136	58,976	110,033	161,096
汽车销售成本	-8,096	-13,256	-26,517	-43,182	-77,128	-111,021
其他销售成本	-928	-1,129	-2,798	-2,932	-6,297	-11,108
销售成本总额	-9,024	-14,385	-29,315	-48,670	-83,425	-122,128
毛利	-1,199	1,873	6,821	10,307	26,609	38,967
研发费用	-4,429	-2,488	-4,592	-8,910	-14,304	-19,331
销售、一般及行政费用	-5,452	-3,932	-6,878	-9,971	-14,304	-19,331
其他经营收入净额	0	-61	152	587	0	0
营业费用总额	-9,880	-6,481	-11,318	-18,294	-28,609	-38,663
经营利润	-11,079	-4,608	-4,496	-7,987	-2,000	304
利息及投资收入	160	167	912	1,127	1,351	1,590
利息开支	-371	-426	-637	-721	-761	-801
股权投资的应占收入	-64	-66	63	60	50	50
其他收入净额	66	-365	185	-100	0	0
除税前收入	-11,288	-5,298	-3,975	-7,622	-1,360	1,143
所得税开支	-8	-6	-42	-38	-7	6
净利润	-11,296	-5,304	-4,017	-7,660	-1,367	1,149

资料来源：公司财报，浙商国际预测

图表 33：资产负债表

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备净值	5,533	4,996	7,400	8,400	9,150	9,650
无形资产	210	205	199	199	199	199
长期投资	115	300	3,059	3,059	3,059	3,059
使用权资产-经营租赁	1,998	1,350	2,988	2,338	1,638	888
其他非流动资产	1,798	1,584	5,596	5,596	5,596	5,596
非流动资产总额	9,654	8,435	19,242	19,592	19,642	19,392
存货	890	1,082	2,056	3,011	5,218	6,159
应收贸易款项及应收票据	1,352	1,124	2,823	3,640	8,418	9,236
应收贷款	51	169	1,564	1,564	1,564	1,564
预付款项及其他应收款项	1,579	1,422	1,854	1,854	1,854	1,854
现金及现金等价物	863	38,426	15,334	16,277	27,503	39,463
其他流动资产	194	3,984	40,010	40,010	40,010	40,010
流动资产总额	4,928	46,207	63,641	66,355	84,567	98,286
资产总额	14,582	54,642	82,884	85,948	104,209	117,678
长期借款	7,155	5,938	9,739	10,739	11,739	12,739
非流动经营租赁负债	1,598	1,015	2,317	2,317	2,317	2,317
其他非流动负债	1,152	1,850	3,566	3,566	3,566	3,566
非流动负债总额	9,905	8,803	15,622	16,622	17,622	18,622
应付贸易款项及应付票据	3,112	6,368	12,639	19,363	35,491	44,812
经营租赁负债的即期部分	609	547	745	745	745	745
长期借款的即期部分	322	381	2,068	2,068	2,068	2,068
短期借款	886	1,550	5,230	5,230	5,230	5,230
其他流动资产	4,570	5,130	8,517	8,517	8,517	8,517
流动负债总额	9,499	13,976	29,198	35,922	52,051	61,371
负债总额	19,404	22,780	44,820	52,544	69,673	79,993
夹层权益总额	1,456	4,691	3,278	6,028	8,278	10,028
蔚来集团股东权益总额	-6,300	27,169	34,710	27,290	26,163	27,552
非控股权益	22	2	76	86	96	106
股东权益总额	-4,822	31,862	38,063	33,403	34,536	37,685
权益及负债总额	14,582	54,642	82,884	85,948	104,209	117,678

资料来源：公司财报，浙商国际预测

图表 34：现金流量表

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
除所得税前利润	-11,296	-5,304	-4,017	-7,660	-1,367	1,149
折旧	999	1,046	1,708	2,000	2,250	2,500
摊销	522	499	644	650	700	750
其他调整项	616	879	939	0	0	0
营运资金变动	437	4,830	2,693	4,953	9,143	7,562
经营现金流	-8,722	1,951	1,966	-57	10,726	11,961
购买固定资产	-1,707	-1,128	-4,079	-3,000	-3,000	-3,000
购买短期投资	-2,203	-7,594	-134,316	0	0	0
出售短期投资所得款项	7,246	3,738	101,122	0	0	0
其他投资现金流	45	-88	-2,491	0	0	0
投资现金流	3,382	-5,071	-39,765	-3,000	-3,000	-3,000
借款所得款项	1,377	1,865	6,112	3,000	3,000	3,000
偿还借款	-2,611	-1,251	-2,432	-2,000	-2,000	-2,000
其他融资现金流	4,329	40,743	14,449	3,000	2,500	2,000
融资现金流	3,095	41,357	18,129	4,000	3,500	3,000
汇率变动影响	10	-682	-501	0	0	0
现金及现金等值物增加净额	-2,235	37,555	-20,171	943	11,226	11,961

资料来源：公司财报，浙商国际预测

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对同期相关证券市场代表性指数表现+20%以上；
2. 增持：相对同期相关证券市场代表性指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：相对同期相关证券市场代表性指数表现+10%以上；
2. 中性：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh. hk

官网：www. cnzsqh. hk