

股票

美国

首次覆盖

公司报告

12 个月评级

中性

股价 (7 月 8 日收市价|盘后价) 22.60 | 22.69 美元

12 个月目标价 19.56 美元

股票代码 **RIC:** NIO.N **BBG:** NIO US

升跌幅 -13.5% | -13.8%

市值 2, 176 亿人民币

企业价值 2, 314 亿人民币

已发行股数 (百万) 1, 661.75

流通股数 (百万) 1, 522.03 (93.4%)

市盈率(12/22E) N/A

52 周价格幅度 11.67 - 47.38 美元

主要财务数据

(人民币)	12/21	12/22E	12/23E
收入(百万元)	36, 136	58, 007	69, 300
增长	122.3%	60.5%	19.5%
每股盈利(元)	-6.72	-1.68	-1.08
增长	N/A	N/A	N/A
资本回报率	N/A	N/A	N/A
股本回报率	N/A	N/A	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A
市账率(倍)	2.8	1.7	1.1

恒大证券研究中心:

高级分析师

纪承祚

Marco KEI

852 3550 6864

marco.kei@gisf.hk

蔚来汽车 (NIO.US)

高端自主品牌先锋, 充换电双线布局

给予「中性」评级, 12 个月目标价为 \$19.56

虽然蔚来高端品牌定位明确反映在豪华的产品及销售体系, 得益于预期较高的客户忠诚度公司可望在中国新能源汽车行业增长下维持其市场地位, 也受惠于开拓欧洲市场的潜在销售。但由于公司扩展模式为策略资本开支 (CAPEX) 庞大, 将分薄自由现金流 (Free Cash Flow)。估值采用绝对估值法现金流贴现模型 (DCF), 得出股价为 \$19.56 美元, 给予公司中性评级。

● **用户体验优势明显, 奠定高端地位。** 蔚来无论在员工数量或目前线下网点得服务规模, 都位处新势力蔚小理前列。除了充电、换电和售后这些基础服务之外, 公司非常注重用家在用车之外的消费体验。同时, 公司产品与服务在在美观、工具性、关联性、自我识别、关系识别层面的均能提高用户体验, 高端品牌形象打造成功。

● **坚守高端品牌定位, 把握行业细分的未来增长。** 蔚来目前所有在售或将售车款 MSRP 均超过 300,000 人民币元, 平均约 400,000 元, 属于按价格行业细分的高端市场。价格范围未能把握未来增速最高的中高端细分市场。加上车款与高端自主品牌及外资品牌竞品相比缺乏差异性优势, 未来销量增长可能受限。

● **高耗资的扩展模式及质保政策, 押注未来。** 我们预料 NIO POWER 计划将在 2022 - 2025 年为公司带来 10,127,833 千人民币元资本开支, 年度资本开支要至 2025 年才能全面被公司年度 EBITDA 及净利润覆盖。同时, 公司质保政策令未来公司利润率面临收窄可能性, 截至 2021 年末保修储备金已占公司总负债 28%。

● **正面因素:** (1) 预料公司收入增长受惠于商业模式创新的带动, 包括电池出租 (BaaS) 及自动驾驶订阅服务 (ADaaS); (2) 公司新平台 NT 2.0 车型标配激光雷达, 提升汽车自动驾驶能力。

● **风险因素:** (1) 公司质保政策削弱未来利润率; (2) 汽车销量尤其来自海外市场不及预期, 令 NIO Power 计划及充换电站回报比预期低。

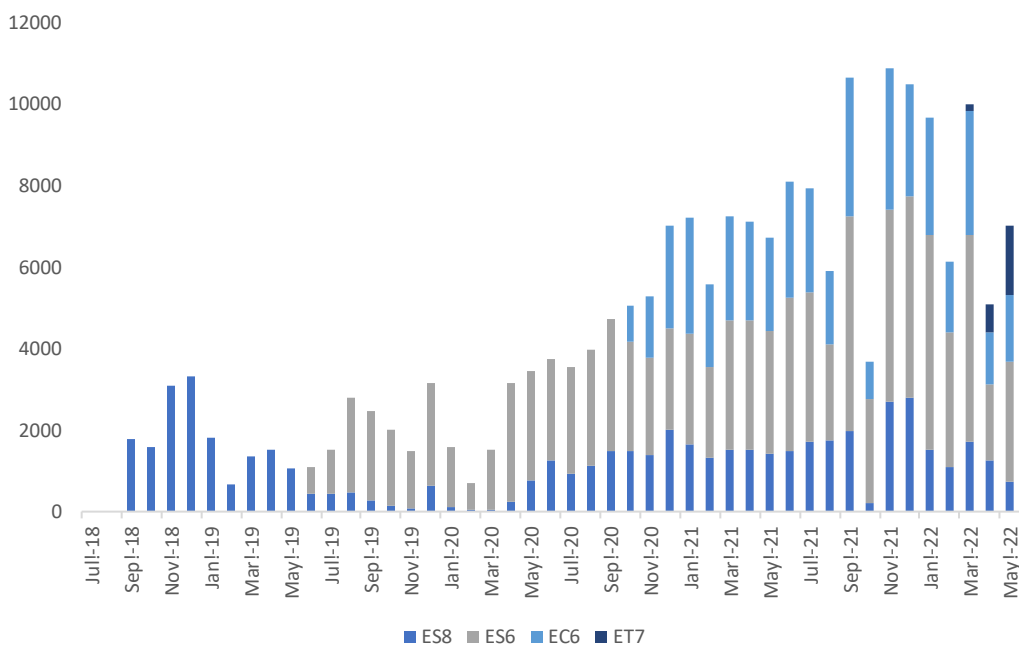
主要图表和资讯:

图一: 造车新势力销量排名

	05-21	06-21	07-21	08-21	09-21	10-21	11-21	12-21	01-22	02-22	03-22	04-22	05-22
第一名	蔚来	蔚来	理想	理想	蔚来	小鹏	小鹏	小鹏	小鹏	理想	小鹏	零跑	理想
第二名	小鹏	理想	小鹏	小鹏	小鹏	哪吒	理想	理想	理想	哪吒	哪吒	小鹏	哪吒
第三名	哪吒	小鹏	蔚来	蔚来	哪吒	理想	蔚来	蔚来	哪吒	小鹏	理想	哪吒	小鹏
第四名	理想	哪吒	哪吒	零跑	理想	蔚来	哪吒	哪吒	蔚来	蔚来	零跑	蔚来	零跑
第五名	零跑	零跑	零跑	哪吒	零跑	零跑	零跑	零跑	零跑	零跑	蔚来	理想	蔚来

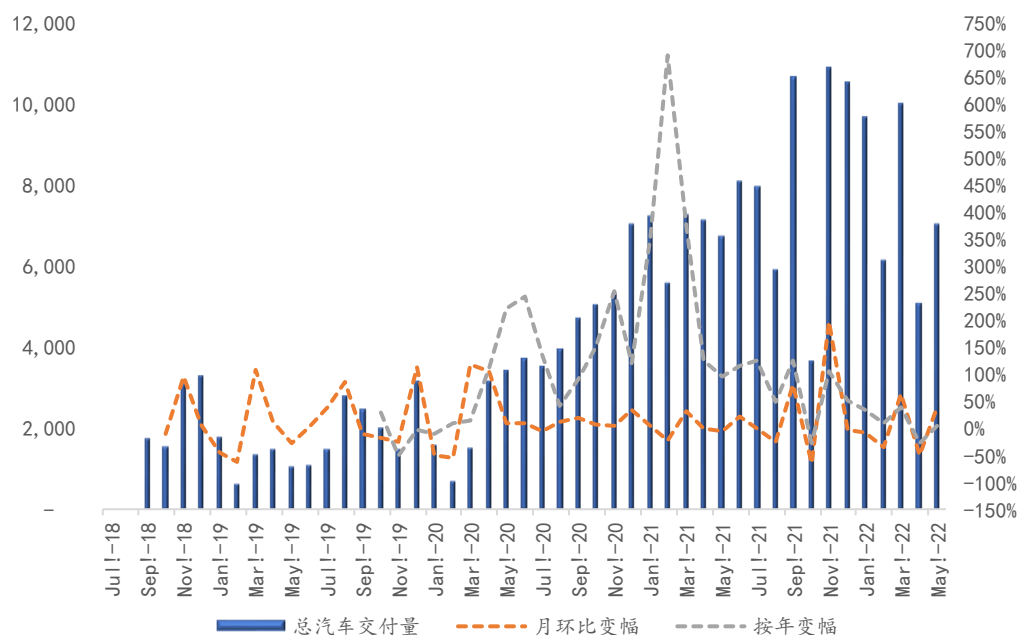
数据源: 公司官网、恒大证券分析整理

图二: 蔚来汽车历史销量(按车款)



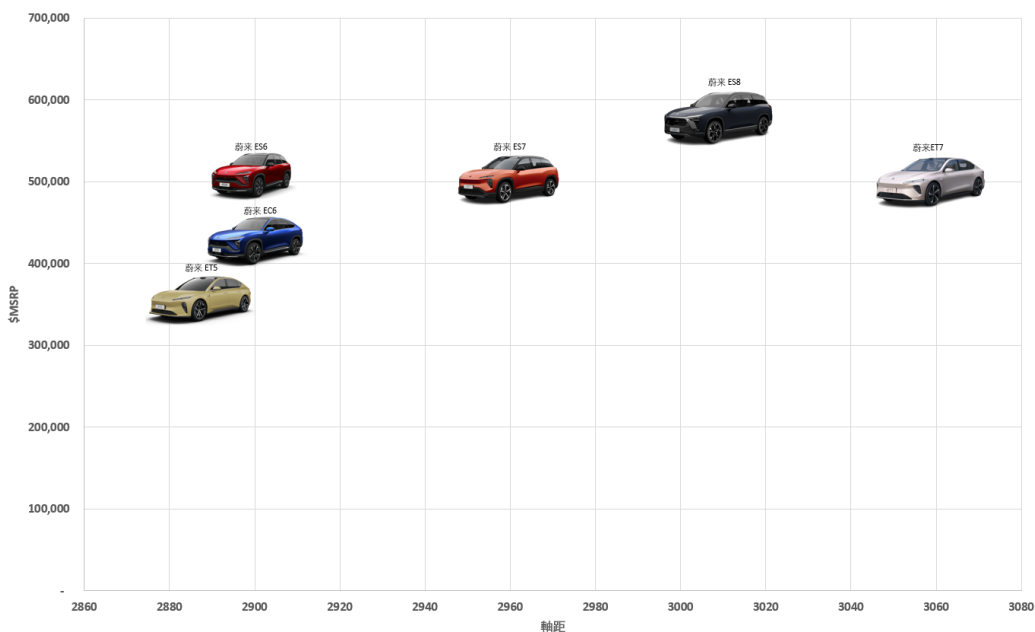
数据源: 蔚来公司官网

图三：蔚来汽车总销量及变幅



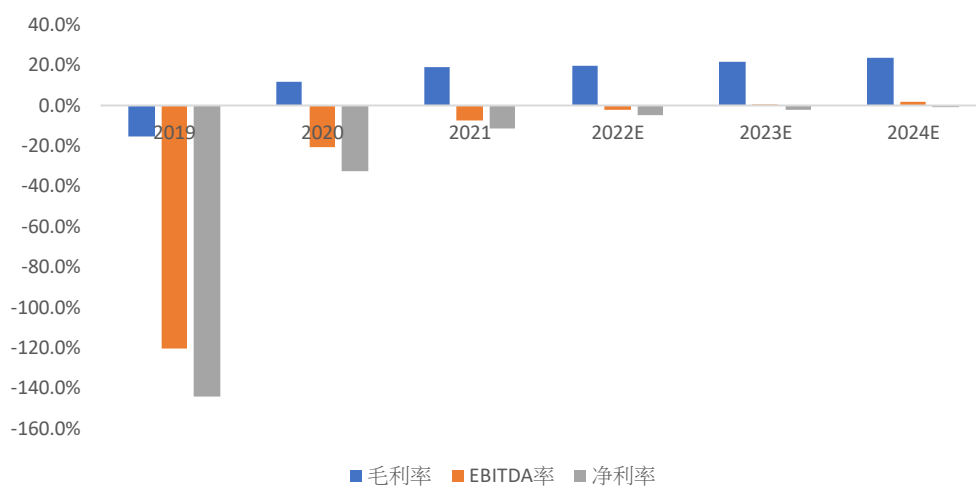
数据来源：蔚来公司官网

图四：蔚来在售及已公布车型（单品人民币元及轴距）



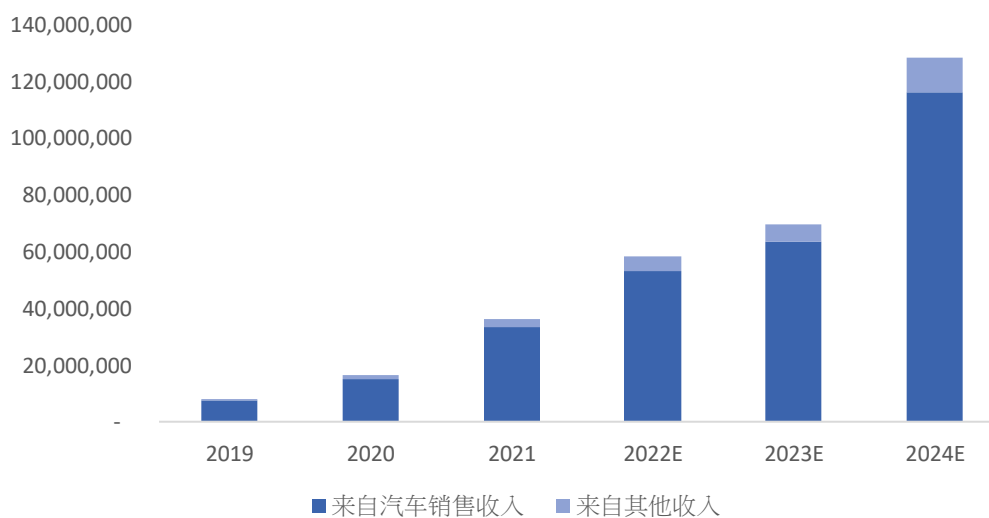
数据来源：蔚来公司官网，恒大证券制图

图五：公司利润率（毛利率、EBITDA 收入比及净利率）



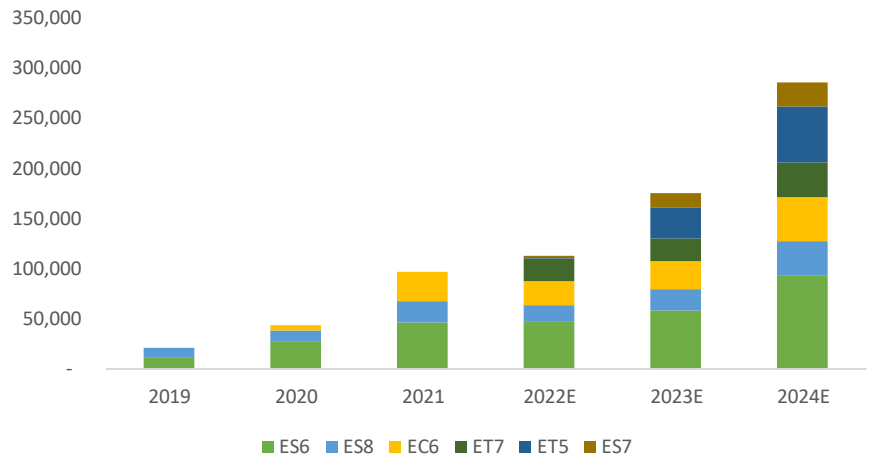
数据源：公司年报，恒大证券预估

图六：公司收入分布



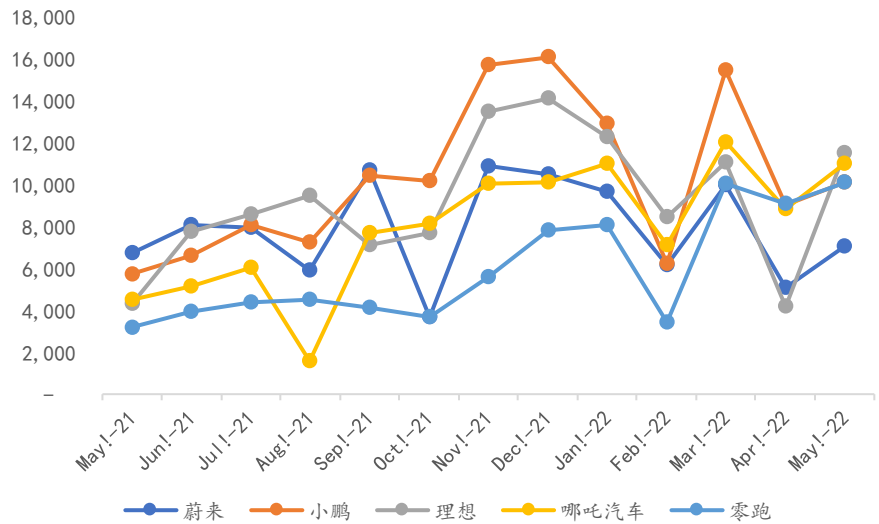
数据源：公司年报，恒大证券预估

图七：公司于中国市场交付量（按车款）



数据源：公司年报，恒大证券预估

图八：新势力交付量（按车企）



数据源：公司官网

图九：新能源汽车上险数（一线城市）

新能源汽车上险数	北京	上海	广州	深圳
第一位	比亚迪	比亚迪	比亚迪	比亚迪
第二位	特斯拉	特斯拉	埃安	特斯拉
第三位	北汽新能源	荣威	特斯拉	埃安
第四位	大众	大众	小鹏	小鹏
第五位	蔚来	蔚来	五菱	理想
第六位	小鹏	小鹏	理想	枫叶
第七位	埃安	理想	蔚来	大众
第八位	理想	别克	大众	蔚来

数据源：公开资讯

国策推动下快速增长的市场机遇：

世界最大市场在中国，按价格划分为五大市场细分

IHS Markit 报告指出，中国于 2020 年成为全球最大的乘用车市场（按销量算）。受惠于过去居民可支配收入持续增长，加上城市化进程加快及交通基础设施投资带动，2020 年中国乘用车销量达到 19.7 百万辆，预计 2025 年将增至 25.6 百万辆。2020 年新能源汽车售出 1.2 百万辆，相当于 6.3% 的销量，市场依然有很大来自置换需求的增长空间。新能源汽车销量预测将于 2025 年增长至 6.1 百万辆，占 2025 年中国乘用车总销量 23.9%。新能源汽车包括纯电动车、插电式混动车 (PHEV)、增程电动车 (EREV) 和燃料电池电动汽车 (FCEV)。2020 年 BEV、PHEV 及 FCEV 占中国新能源汽车总销量的 78.9%、21.1% 及少于 0.1%，故中国同时拥有全球最大的纯电动乘用车 (BEV) 市场。IHS Markit 报告指出，中国电动汽车市场占全球电动汽车销量的 45.3%，是美国电动汽车市场规模的 3.7 倍。预期 2020 年至 2025 年中国电动汽车销量将以 33.8% 的复合年增长率增长，到 2025 年将达到 4.2 百万辆。

按人民币价格区间划分，中国乘用车有五个细分市场：1) 价格不超过 80,000 元；2) 80,000 元（不含）至 150,000 元的大众市场；3) 150,000 元（不含）至 300,000 元的中高端市场；4) 300,000 元（不含）至 500,000 元的高端市场；5) 500,000 元以上的豪华车市场。

行业百花齐放，纯电动车最获政府支持

中国政府的利好政策加速新能源汽车市场发展，国务院于 2020 年 10 月发布文件《新能源汽车产业发展规划 (2021 - 2035)》(「新能源汽车产业发展规划」)，表示中国视发展新能源汽车转型为走向汽车强国的手段，并设定到 2025 年将新能源汽车在中国乘用车市场达到 20% 的渗透率目标，预期纯电动车成为行业新车销售的主流。2020 年 4 月初，财政部等部门宣布延长购买新能源汽车的若干补贴及免税优惠至 2022 年。同时，政府亦实行新能源汽车积分政策，加快整车厂转型至新能源汽车的生产及销售。2020 年 6 月颁布的《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》中，已将 2021、2022 及 2023 年度的新能源汽车积分比例要求定为 14%、16% 及 18%，高于 2019 年度及 2020 年度要求的 10% 及 12%。中国国务院也特别提出纯电动汽车到 2035 年将成为新能源汽车主流车型的愿景。

造车新势力蔚小理

蔚来汽车 (NIO.US)、小鹏汽车 (XPEV.US)、及理想汽车 (LI.US) 三家公司为中国自主品牌造车新势力的参照对象及行业的领先企业。虽目前产销规模尚少，但总市值处于市场前列。蔚小理等新市场参与者无论在产品设计、新技术应用、造车理念、销售渠道与服务等多方面均比传统车企有更多创新，在智能化领域布局包括辅助驾驶和智能座舱等比传统车企明显，相信新势力或将更具备竞争优势。

公司资讯:

高端智能电动车市场的先驱

公司业务包括设计、开发、合作制造及销售高端智能电动汽车。并投入于自动驾驶、数字技术及电动力总成及电池领域的创新。公司模式创新优势明显，掌握领先行业的换电技术、电池租用服务(Battery as a Service - “BaaS”)以及自研自动驾驶技术及订阅服务(Autonomous Driving as a Service - “ADaaS”)。另外，公司在2016年推出EP9超级跑车，为当时最快的电动汽车。及后于2017年年末，公司推出一款六座或七座的高端智能电动旗舰 SUV ES8；2018年年末推出五座高性能高端智能电动 SUV ES6；2019年年末推出五座高端智能电动轿跑 SUV EC6，并于2021年1月推出首辆轿车 - 高端智能电动旗舰轿车 ET7；2021年12月推出中型高端智能电动轿车 ET5。及后于2022年6月发布了旗下中大型 SUV ES7。

换电(Battery Swap)：拥有 >1,200 项专利技术，旗下所有的车辆均支持换电。用户亦可以通过升级选项获得公司提供最新电池，获得新技术获容量更大的电池带来的好处，如更长的续航里程。公司从2021年4月开始布局的第二代换电站(Power Swap station 2.0)，将换电时间缩短至3分钟以内，站内容量可纳13块电池。

电池租用服务(BaaS)：建基于车电分离及电池租用服务，选择BaaS用户可获得更低的前期购买价格，并可根按月或按年灵活选择电池租用方案。截至2021年度，公司交付的汽车中超过一半用户选择BaaS。

自动驾驶及服务(ADaaS)：公司自研的高级ADAS系统NIO Pilot配备领航辅助(NOP)。根据弗若斯特沙利文报告显示，NOP能够按预先规划路线在高速公路及城市高速路上实现引导车辆进出匝道、超车、变换车道及巡航，是所有量产车所配备之最先进的ADAS功能之一。2021年1月，公司发布新一代自研全系列自动驾驶技术NIO Autonomous Driving (NAD)。NAD构建于公司内部开发的感知算法、定位、控制策略及平台软件之上。该技术由NIO Adam超算平台及NIO Aquila超感系统构成。NAD预计将逐步实现高速、城区、泊车、换电和其他场景的全覆盖，并将率先搭载于ET7。公司旗下车款ET7，ET5及ES7提供NAD按月计费的自动驾驶订阅服务(ADaaS)方案。

2022-07-11

图十：蔚来 ES6 与 30-50 万元 MRSP 高端市场竞品比较：

	蔚来 ES6	奔驰 EQC 3504MATIC	Aion LX Plus	宝马 iX3	蔚来 EG6	腾势 X	Model Y	Mustang Mach-E	极狐 阿尔法 T
指导价区间 (人民币)	386,000 - 496,000	499,800	339,600 - 469,600	399,900 - 439,900	396,000 - 496,000	319,000 - 357,800	316,900 - 417,900	316,900 - 389,900	308,000
品牌	蔚来	北京奔驰	广汽埃安	华晨宝马	蔚来	腾势汽车	特斯拉 (国产)	福特电动车 (国产)	ARCFOX
车厂	JAC	北京奔驰	广汽埃安	华晨宝马	JAC	BYD	特斯拉	福特汽车	北汽蓝谷 新能源
动力类型：									
车型	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
电机配置	前永磁同步 电机/后交流 异步电机	交流异步电 机(前置、 后置)	前置：永磁 同步电机； 永磁同步电 机(前、 后) - 3 电机	后置：励磁 同步电机	前永磁同步 电机/后交流 异步电机	前置：永磁 同步电机； 永磁同步电 机(前置、 后置)	后置：交流 永磁同步电 机；前置： 交流感应电 机；后置： 交流永磁同 步电机	永磁同步电 机(前置、 后置)；后 置：永磁同 步电机	永磁同步 电机(前 置、后 置)
驱动类型	双电机四驱	双电机四驱	单电机前置 前驱；三电 机四驱	单电机后置 后驱	双电机四驱	单电机前置 前驱；双电 机四驱	单电机后置 后驱；双电 机四驱	双电机四 驱；单电机 后置后驱	双电机四 驱
动力系统最 大功率(kW)	320 - 400	210	180 - 360	210	320 - 400	180 - 360	202 - 357	201 - 359	160 - 320
动力系统最 大扭矩 (Nm)	610 - 725	590	350 - 700	400	610 - 725	330 - 660	404 - 659	430 - 860	360
基本参数：									
纯电续航里程(km)	455 - 610	440	600 - 1,008	490 - 500	465 - 615	500 - 520	545 - 640	492 - 619	480 - 653
轴距(mm)	2,900	2,873	2,920	2,864	2,900	2,820	2,890	2,984	2,915
官方 0-100 加速(s)	4.7 - 5.6	6.9	3.9	6.8	4.5 - 5.4	4.6 - 8.5	3.7 - 6.9	3.65 - 6.5	4.6 - 8.4
其他(系列 最高配)：									
自动泊车	有	有	有	有	有	没有	有	有	有
辅助驾驶系 统	NOP	DISTRONIC	ADiGO 2.5、 3.0	Pro	NIO Pilot 基础功能； 领航辅助 NOP	有	Autopilot	Co- Pilot360	a-Pilot

数据源：汽车之家、恒大证券数据库

图十一：蔚来 ET7 与 30-50 万元 MRSP 高端市场竞品比较：

	蔚来 ET7 75kwh	智己 L7	极狐 阿尔法 S	ZEEKR 001
指导价区间 (人民币)	458,000	368,800 - 408,800	344,900 - 429,900	368,000
品牌	蔚来	智己汽车 - IM	ARCFOX	极氪 - ZEEKR
车厂	JAC	智己汽车 - IM	北汽蓝谷新能源	吉利汽车
动力类型：				
车型	中大型轿车	中大型轿车	中大型轿车	中大型轿车
电机配置	前置：交流永磁同步电机、 后置：交流异步电机	永磁同步电机 (前置、后置)	前置：交流异步电机、 后置：永磁同步电机	永磁同步电机 (前置、后 置)
驱动类型	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱
动力系统最大功率 (kW)	480	425	320 - 473	400
动力系统最大扭矩 (Nm)	850	725	655 - 720	768
基本参数：				
纯电续航里程 (km)	515	615	603	606
轴距 (mm)	3,060	3,100	2,915	3,005
官方 0-100 加速 (s)	3.8	3.87	3.5 - 4.2	3.8
其他 (系列最高配)：				
自动泊车系统	有	有	有	有
辅助驾驶系统	NAD 安全与驾驶辅助功能 (标配)；NAD 完整功能服 务订阅	IM AD	α-Pilot	ZAD

数据来源：汽车之家、恒大证券数据库

图十二：蔚来 ES7 与 30-50 万元 MRSP 高端市场竞品比较：

	蔚来 ES7	奥迪 Q5 e-tron 40 e-tron	奥迪 Q5 e-tron 50 e-tron quattro	岚图 FREE	上汽大众 ID.6 X	一汽-大众 ID.6 CROZZ
指导价区间 (人民币)	468,000	376,500 - 386,500	459,500 - 479,500	343,600 - 373,699	331,888 - 335,888	334,800
品牌	蔚来	上汽奥迪	上汽奥迪	岚图汽车	上汽大众	一汽大众
车厂	JAC	上汽奥迪	上汽奥迪	东风汽车	上汽大众	一汽大众
动力类型：						
车型	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV
电机配置	前永磁同步电机； 后交流异步电机	后置：永磁同步电机	前置：交流异步电机； 后置：永磁同步电机	后置：交流异步电机； 交流异步电机 (前置、后置)	前置：交流异步电机； 后置：永磁同步电机	前置：交流异步电机； 后置：永磁同步电机
驱动类型	双电机四驱	单电机后置后驱	双电机四驱	单电机后置后驱； 双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱
动力系统最大功率 (kW)	480	150	225	255 - 510	230	230
动力系统最大扭矩 (Nm)	500	310	460	520 - 1024	472	472
基本参数：						
纯电续航里程 (km)	485	560	520	475 - 505	510	516
轴距 (mm)	2,960	2,965	2,965	2,960	2,965	2,965
官方 0-100 加速 (s)	3.9	9.3	6.7	4.7 - 7.3	NA	NA
其他 (系列最高配)：						
自动泊车系统	有	有	有	有	有	有
辅助驾驶系统	NAD	有	有	博世	IQ. Drive	IQ. Drive

数据源：汽车之家、恒大证券数据库

公司产能与策略定位

蔚来计划到 2024 年进入世界上每个主要的电动汽车市场，蔚来汽车的销售版图将从挪威开始。公司在中国合肥参与建设大型「合肥新桥智能电动汽车产业园」 - NeoPark，以获得除了与江淮汽车 (JAC) 合作的更多产能。NeoPark 总面积为 1,130 万平方米 (16,950 亩)，占地约为特斯拉在弗里蒙特的工厂 (530 万平方米) 的两倍。公司管理层表示，于上述园区的第二工厂将于 2022 年第三季度投产，新增车辆产能可达 30 万辆 (按 5000 工时/年计算) 每年，连同江淮汽车代工后蔚来汽车总产能达 54 万辆。



合肥新桥智能电动汽车产业园 - NeoPark

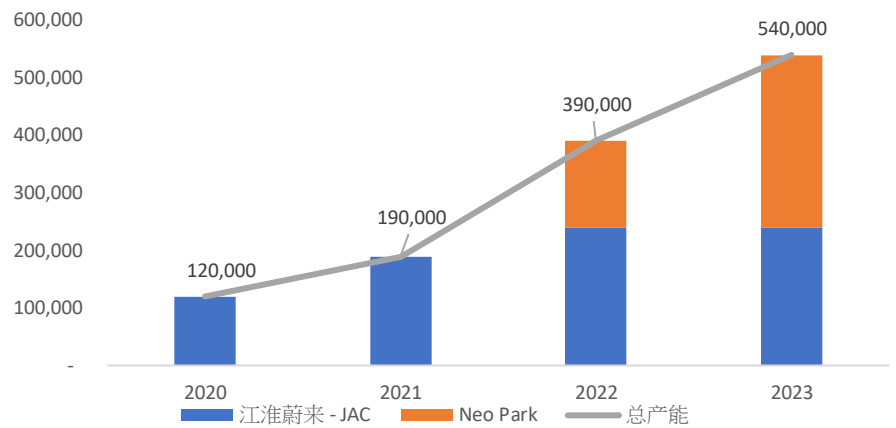
策略定位: 成为世界级智能电动汽车产业集群，开展整车、核心零部件、自动驾驶等创新研发，汇集具有全球竞争力、引领性的创新链；引入数百家关键配套企业，形成完整与高度聚集的产业链。建成后，预计将拥有超过 10,000 名研发人员，超过 40,000 名技术工人。不仅包含蔚来汽车工厂，还将成为包含芯片、功率半导体、电机、电池、常规汽车零部件、整车制造、用户服务等在内的全产业链聚集区。

合作形式: 蔚来汽车与合肥市政府签署《深化合作框架协议》

园区优势: 选址具备交通便利性和产业集群效应，而安徽合肥在地理位置上承东启西、连南接北，是通江达海的长三角世界级城市群三大副中心之一。根据管理层资料，行业集聚带来的零部件物流运输费用降低，一辆车省 3000 元成本。

预计总体产能: 规划整车产能 100 万辆/年，电池产能 100 GWh/年。建成后，总年产值超过 5000 亿元。

图十三：蔚来预估产能规划：



数据源：公司年报、恒大证券预估

图十四：蔚来、小鹏、理想发展规划对比

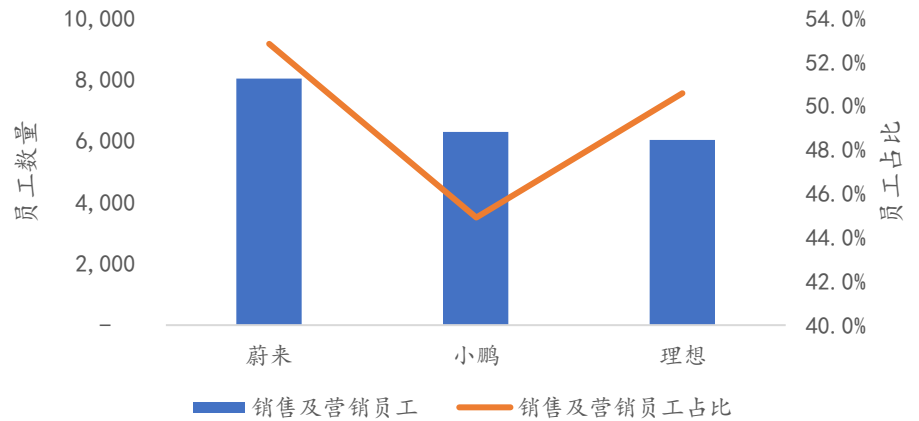
	蔚来	小鹏	理想
车型与策略	从 SUV 到 Sedan；从高端至大众市场；2022 年第三季度开始交付 ES7 及 ET5；2023 年在产车型全部切换至 NT2.0 平台；预计 2024 年投产针对大众市场全新品牌车型	从 Sedan 到 SUV；从中端市场往上拓展；2022 年第三季度推出 SUV 车型 G9；2023 年推出 B 级和 C 级车平台并各推出一款新车	2023 新技术与新品：三季度交付 L9，2023 年推出 3 款新产品：1) 全新代增程旗舰产品；2) 全新 BEV 高压平台的纯电车型；3) 第一款 20-30 万的中型车
产能规划	JAC 2022 年起全年产能提升至 24 万，Neo Park 预料 2022 年第三季度投产，年交付能力达 30 万辆。2023 年年产能可达 54 万辆	肇庆工厂总产能 20 万，加班可达 36 万；广州工厂 2022 三季度投产，产能 10 万；武汉工厂预计 2023 年投产，产能 10 万台；2023 年年产能可达 56 万辆	常州工厂产能 10 万，2022 年扩产目标为 18-20 万；北京基地 2023 年投产纯电车型，年产能 10 万台；预计 2025 年重庆基地投产。2023 年年产能可达 40 万辆
销售网络与售后服务	销售： 385 个蔚来空间及中心（覆盖 152 个城市），计划 2022 年新增不少于 100 个销售网点 售后： 235 家服务中心，及 220 辆服务车。计划 2022 年新增超 50 家服务中心和授权服务中心	销售： 2021 年终共有 357 间销售门店（覆盖 129 座城市）； 售后： 117 个服务中心	销售： 2021 年底共有 206 家零售中心； 售后： 287 家维修中心及授权钣喷中心，覆盖 211 个城市
补能网络	截至 2022 年一季度，全球已建成超过 960 座换电站，覆盖 197 个城市；累积布局 829 个超充站和 4140 个目的地充电桩；预计 2022 年底于中国市场累计建立 1,300 座换电站。料 2025 年底全球换电站超 4,000 座，中国海外市场约 1,000 座	截至 2022 年 4 月底，自营充电站累计 954 座，774 个为超充站，覆盖 308 个城市。2022 年第四季度，开始布局下一代超充站，实现充电 5 分钟，续航 200 公里	到 2025 年将在城市建设超过 3,000 个超级快充站；实现高速公路快充网络接入 36 条国家级高速公路，覆盖 90% 以上的里程，打通 4 大城市圈全部城际公路

数据源：公司官网

用户体验优势明显，奠定高端地位

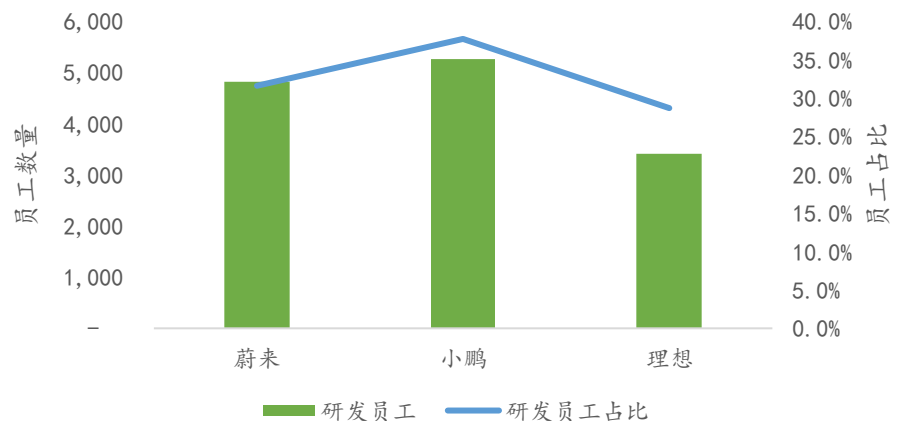
蔚来无论在员工数量或目前线下网点得服务规模，都位处新势力蔚小理前列。除了充电、换电和售后这些基础服务之外，公司非常注重用户在用车之外的消费体验。公司布局线上及线下平台(NIO APP、蔚来中心 NIO HOME、蔚来空间 NIO SPACE)与用户接触与互动，理念是建立一个与用户分享欢乐及共同成长的社区(Community)。相信公司建立及维系社群的策略有助提高客户忠诚度。例子包括：NIO APP 为用户社区平台，蔚来中心为展厅的，还可以作为用户及其朋友的会所。公司还定期举办蔚来日(NIO Day)，并引入用户参与规划与组织，同时还于用户社区组织线上线下的活动。

图十五：蔚来、小鹏、理想销售员工对比



数据来源：公司官网、恒大证券分析整理

图十五：蔚来、小鹏、理想研发员工对比



数据来源：公司官网、恒大证券分析整理

图十六：用户体验分析框架

元素	定义
美观	关于产品的感知物质质量，包括视觉、听觉、触觉、嗅觉和味觉。
工具性	关于产品在实现任务的目标方面的有用性和效率。工具性与可用性、便利性、功能性和实用性密切相关。
关联性	关于产品所代表的某物或某人。产品在刺激理解、记忆检索和联想中起着中介作用（例如奖杯描绘的成就感。）
自我识别	关于使用（或拥有）产品影响一个人的自我认知和身份表达（例如使用导航应用程序使用户能成为一个独立的旅行者。）
关系识别	关于使用（或拥有）产品对用户的社会身份和与他人的关系的影响（例如，通过聊天软件向团队成员发送赞誉来表达一个人的欣赏，提高身份认同感与归属感）

数据来源：[Hassenzahl; ISO; Rafaeli & Vilnai-Yavetz, Desmet & Hekkert, Jordan; Norman, Kang et al.](#)

蔚来产品美观：

以近期推出的 ET7 为例，车款在车头部分沿用了极具品牌辨识度的 Double-Dash 日间行车灯设计，及标志性的 LED 远近光一体式头灯，配合前脸延伸处采用的“Shark Nose”造型，凸显出柔中带刚的力量感。同样的设计语言还体现在尾部。ET7 立体通透的贯穿式心跳尾灯在延续家族式尾灯元素的同时，还采用了立体造型设计，搭配溜背及“鸭尾”造型，使整个尾部的造型更加精致流畅，赋予了整车造型极强的未来感。

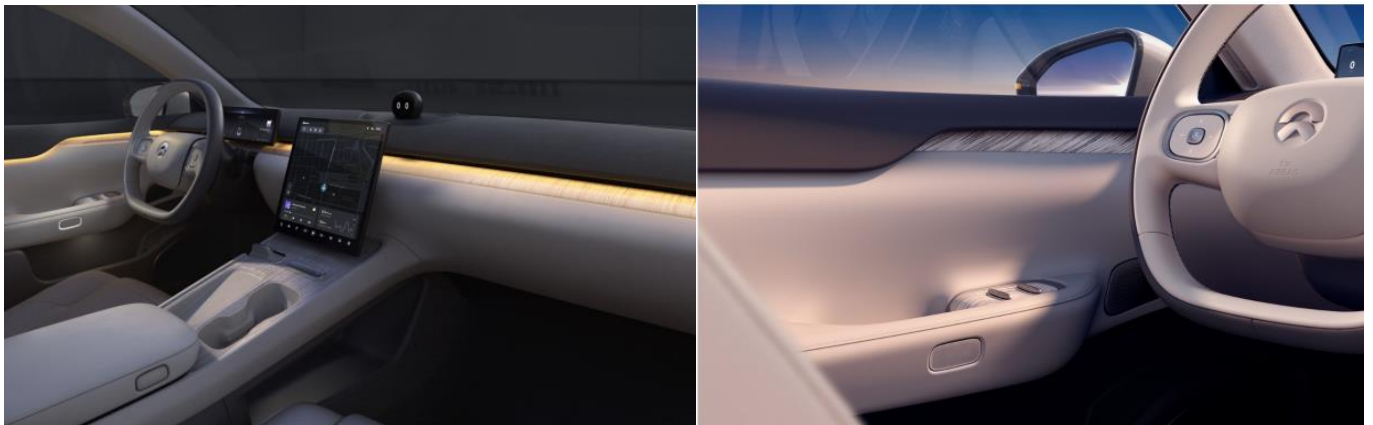
ET7 座舱设计：

- ET7 的环抱式座舱，未来科技与简约前卫风格的和谐统一，悬浮式屏幕设计，拼色双辐方向盘，搭配隐藏式智能出风。
- 全球首次量产使用 karuun®可再生藤木。这种材质来自热带雨林，每一片都有独特的纹理和天然的触感；整车使用多达 14 处，置身其中，时刻感受自然与环保之美。
- 前后排都采用隐密式智能出风口，根据场景精准控制风向和风量，确保体感舒适；智能香氛与空气净化系统，让车厢环境清新
- 环绕式光瀑氛围灯，256 种颜色可根据用户喜好和场景智能调节，个性化打造专属氛围气氛。
- 精致细节陨石镀铬工艺；Noppo 高级真皮内饰，全系标配 Microfiber 超纤维顶棚
- 配备简约舒适的座椅、环抱式扶手、飞航头枕、前后排静音玻璃、前后排座椅加热、通风、按摩和创新的后排 Air Cushion 背部舒缓系统等越

级配备，全系标配，让每一位乘客都能舒享旅程。

- 标配杜比全景声 Dolby Atmos：拥有 4 个顶置声道音响及低音炮，4 个主位声道采用由高、中、低音三个单元组合的 3 分频音响。通过领先的主动式空间声学调音算法，及杜比全景声音乐，为用户带来超越期待的沉浸式聆听体验。

图十七：ET7 座舱



数据源：公司官网

蔚来产品功用性：

2019 年 J. D. Power 发布中国新能源汽车体验研究 (NEVXI)，蔚来 ES8 在中大型纯电动车型中排名第一。公司也在品牌总体排名中位列第一。研究数据收集工作于中国 30 个主要省份进行。范围包含车身内装、车身外观、电机/变速系统、驾车经历、电池、配置/操控/仪表盘、座椅、音响/通讯/娱乐/导航和空调系统等九个因子类别。同时，蔚来其他车型包括 ET7 及 ES8 均在其车型细分市场获得前列评分。

汽车功能	ET7
智能驾驶：	NAD：从地图定位到感知算法，从底层系统到控制策略，拥有全栈自动驾驶技术能力；逐步实现高速、城区、泊车 and 换电场景的全覆盖，解放时间，减少事故，带来安全放松的点到点自动驾驶体验。(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)
智能座舱	蔚来第二代数字座舱，以 NOMI 为核心，12.8 英寸 AMOLED 中控屏、10.2 英寸 HDR 数字仪表、后排 6.6 英寸 HDR 多功能控制屏、HUD 增强平视显示系统，多屏交互；搭载最先进的第三代高通骁龙汽车数字座舱平台，拥有最强的车载移动互联与通讯能力，包括 5G/V2X/蓝牙 5.2/Wi-Fi 6/UWB/NFC 等，无缝畅享高带宽低延时的互联体验；支持接入蔚来与合作伙伴联合开发的高性能 AR 和 VR 设备，实现车内 AR/VR 全景沉浸体验。

补电：

NIO Power：全球创新的智能能源服务体系，拥有广泛布局的充电设施网络，依托蔚来云技术，搭建了“可充可换可升级”的能源服务体系，为车主提供全场景化的加电服务。用户在家可用：家充电桩 2.0、家用快充桩；用户在外可用：充电地图、超充桩、换电站及一键加电。

蔚来电池租用服务 BaaS (Battery as a Service)，通过车电分离和可充、可换、可升级，为用户带来全新的拥车体验。选择 BaaS，用户将购买不带电池的蔚来车型，按需租用特定电池包。选择蔚来电池租用服务长续航电池包(100kWh)，车价减 128,000 元，续航 660km。

图十八：ET7 市场评分



数据源：懂车帝

图十九：ES6 市场评分

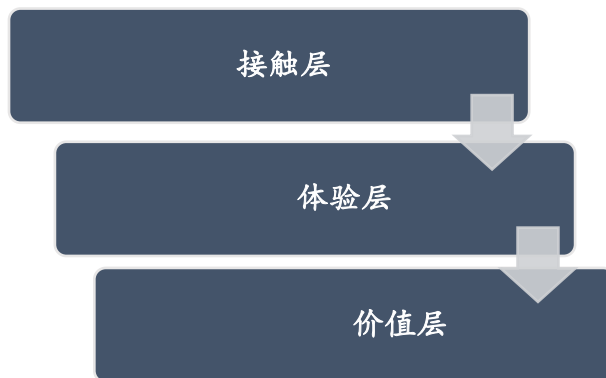


数据源：懂车帝

服务体系是建立高端品牌的抓手，蔚来更胜一筹：

随着体验经济时代的到来，消费者越来越追求高质量生活方式，他们更关注品牌产品及服务带来的无形价值和情感价值。高端品牌的营销方式逐渐从以产品为导向转变成以消费者需求为导向。品牌之间的市场竞争从产品竞争延伸到服务体系竞争。所以，以消费者需求为导向的客户服务流程成为高端品牌营销的重点。对于目标打造高端品牌大的企业而言，销售体系的成功能为企业带来品牌溢价，提高顾客忠诚度，协助公司提高客户留存率及 ARPU。高端品牌更注重为消费者打造专属服务(Exclusive service)和高质量体验。并将通过服务设计为消费者提供增值服务，满足消费者的心理需求(Psychological needs)。因此，高端品牌的营销策略应该通过优化服务设计，以提升品牌在市场的地位。用户体验(User Experience) 就是一个重要的切入点与量度指标，是产品与服务体系设计的最终效益，体现在销售体系路径的体验层。

图二十：以服务体系为抓手打造高端品牌的三个路径



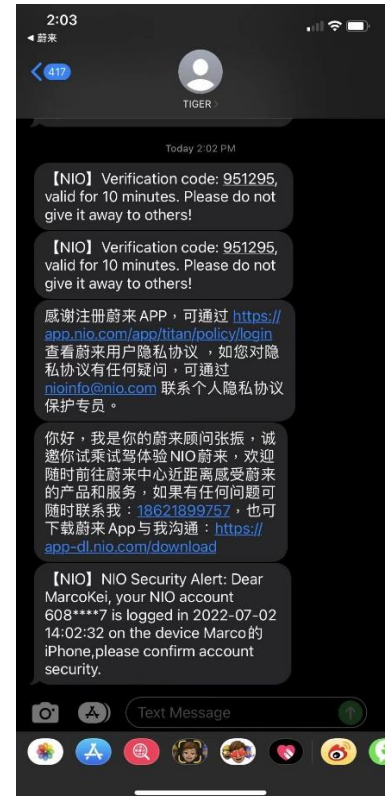
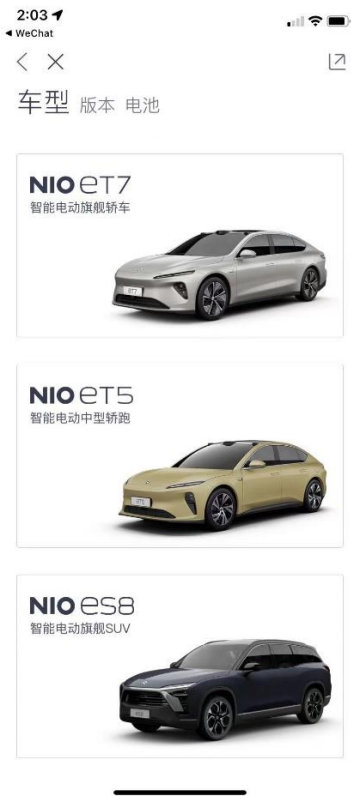
数据源：中国生活方式设计研究院（北京服装学院）、兰州职业技术学院、恒大证券制图

服务体系路径	内容
接触层	销售服务设计主要是围绕品牌和用户之间的接触点。用户与品牌的接触点，首先是由产品的基本属性(attributes)，及当时的人物和环境空间与服务于沟通过程中创造的。因此，通过合适设计接触点，客户可以在第一次接触品牌时改善他们的第一体验。
体验层	重点是设计高端品牌与用户交流的关键元素，提升用户体验。服务设计的核心理念是满足用户的需求，以消费者为中心设计各种交互环节。独特的服务设计可以更好地塑造品牌所传达的文化。通过设计服务交互点，帮助用户获得更好更舒适的体验和更专属的服务。
价值层	通过服务设计，为高端品牌用户定制专属服务，打造奢侈品牌专属的服务价值体系。与普通品牌相比，高端品牌的消费者更看重服务带来的无形价值。

	蔚来	特斯拉	小鹏	理想
销售与服务体系路径	主要通过手机 APP、NIO Houses(蔚来中心)及 NIO Spaces(蔚来空间)直接向用户销售车辆,而不是通过经销商	特斯拉体验店、服务中心及 4S 店	体验中心:直营与授权结合的模式;服务中心:直营与授权结合的模式	零售中心及展厅、交付中心、及售后服务中心、4S 店
接触层	<p>门店:385 个蔚来的服务门店(蔚来中心及蔚来空间)遍布全中国,重点布局于一线城市如北京、上海、广州、和深圳;</p> <p>定位:蔚来中心定位是蔚来用户的社区,提供设施如会议室、共享空间、咖啡厅、儿童游乐场及图书馆</p>	<p>门店:于全国布局 32 城布局体验店和展厅、31 城市布局服务中心,截至 2021 年合共 240 个点</p>	<p>门店:2021 年终共有 357 间销售门店(覆盖 129 座城市)</p>	<p>门店:截至目前,全国零售中心和展厅网点达 523 个</p>
体验层	<p>车主权利:蔚来首任车主自动享有终身免费质保、终身免费道路救援和终身免费车联网服务这三项终身免费权益、服务无忧套餐及能量无忧套餐(一键加电);赠送 1 根家充电桩,并提供安装(“家充电桩权益”)</p> <p>服务体系:截至 2021 年有 235 家服务中心及 220 辆服务车。计划 2022 年新增超 50 家服务中心和授权服务中心;截至目前,统计,蔚来换电站超 996 个、超充站超 874 个(4795 根桩)、目的地充电站约 786 个(4391 根)</p> <p>资讯与车主维系:蔚来 APP</p>	<p>车主权利:基本车辆的质保期为 4 年或 8 万公里(以先到者为准)。电池和驱动单元有限质量保证(8 年或里程限制),期间免费维修。售后服务项目及内容包括车辆检查、保养,故障诊断及维修,以及事故车维修等内容;</p> <p>服务体系:截至目前统计,中国内地共 124 家服务中心、717 座目的地充电站、1707 座超充站</p>	<p>车主权利:免费首保(新车首次免费保养)、全国道路范围无忧救援、远程诊断等;随车赠送 1 家充电桩及基础安装</p> <p>服务体系:117 个服务中心;截至 2022 年 3 月,自营超充站 757 座,目的地充电站 176 座,覆盖全国所有地级行政区</p> <p>资讯与车主维系:小鹏 APP(车主社区)</p>	<p>车主权利:整车质保 5 年或 10 万公里(先到者为准),三电系统质保 8 年或 12 万公里(先到者为准)专属服务专家、维保取送车、全国 24 小时道路救援;随车赠送一次理想家用充电桩及安装服务权益。</p> <p>服务体系:256 家授权钣喷中心,覆盖 211 个城市;280 个服务中心、86 交付中心,为客户车辆保养、维修、车身修复及喷漆等售后服务;</p> <p>资讯与车主维系:理想 APP(车主社区)</p>

	(车主社区)			
价值层	<p>产品：通过个性化和选装包打造属于用户独一无二的汽车。</p> <p>专属服务体系：BaaS；私人用车免费换电服务；按喜好订阅 ADaaS</p> <p>使用体验：群体智能与个性训练专用 SOC，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</p>	<p>产品：按通过个性化和选装包打造属于用户独一无二的汽车。(如订阅个性化功能例如加速性能升级包 Acceleration Boos) 或者全自动驾驶包)</p>	<p>产品：通过个性化和选装包打造属于用户独一无二的汽车；公司曾表示，小鹏汽车表示要做年轻人第一台智能车。</p> <p>使用体验：车型小鹏 P5 提供支持鹏友探索人-车-场互联互通的 AIOT 生态，打造用户专属智能空间</p>	<p>产品：通过个性化和选装包打造属于用户独一无二的汽车</p>

图二十：蔚来 APP 及服务体系



数据来源：蔚来 APP、恒大证券

智能基因持续进化：

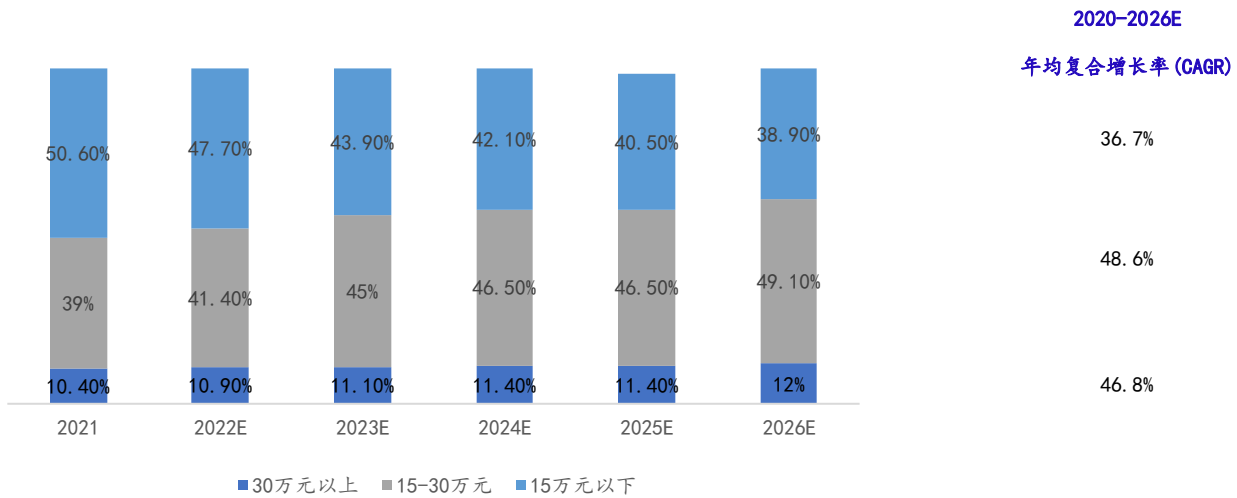
智驾平台	NP1.0	NT2.0
产品	NIO Pilot	NIO Autonomous Driving (NAD)
传感器	目前向摄像头*3 环视摄像头*4 毫米波雷达*5 超声波传感器*12 车内驾驶状态检测摄像头*1	11个800万像素高清摄像 1个超远距离高精度激光雷达 5个毫米波雷达 12个超声波雷达 2个高精度定位单元 1个车路协同感知传感器 1个增强主驾感知传感器
硬件	Mobileye EyeQ4 自动驾驶芯片	4颗英伟达 NVIDIA Drive Orin 芯片
配套车型	ES8, ES6, EC6	ET7, ET5, ES7
功能	自动辅助导航驾驶 (NOP) 和视觉融合全自动泊车系统 (S-APA with Fusion) 等超过 20 项辅助驾驶功能	逐步实现高速、城区、停车、加电等场景下的点到点自动驾驶
智能驾驶程度	自动辅助驾驶	点到点自动驾驶

坚守高端品牌定位，把握行业细分未来增长：

蔚来目前所有在售或将售车款 MSRP 均超过 300,000 人民币元，平均约 400,000 元，属于按价格行业细分的高端市场。

车款	车型	MSRP (人民币元)	BaaS 价格 (人民币元)	续航里程 (公里)	系统最大功率 (kW)	百公里加速时间 (秒)	辅助驾驶系统	交付 日期(初款)
NIO EC6 2022	中型 SUV	396,000 - 554,000	326,000- 426,000	465 - 615	320 - 400	4.5 - 5.4	Nio Pilot; NOP	2020-09
NIO ES6 2022	中型 SUV	386,000 - 554,000	316,000- 426,000	455 - 610	465 - 610	4.7 - 5.6	Nio Pilot; NOP	2019-06
NIO ES8 2022	中大型 SUV	496,000 - 656,000	426,000- 528,000	458 - 580	450 - 580	4.9	Nio Pilot; NOP	2018-09
NIO ET7	中大型轿车	458,000 - 536,000	388,000- 408,000	515 - 1,000	480	3.8	NAD	2022-04
NIO ET5	中型轿车	328,000 - 386,000	258,000- 258,000	550 - 1,000	360	4.3	NAD	2022-09 未 交付
NIO ES7	中大型 SUV	468,000 - 548,000	398,000- 420,000	485 - 620	480	3.9	NAD	2022-08 未 交付

图二十一：新能源汽车按价格范围分销量预估



数据源：弗若斯特沙利文

根据弗若斯特沙利文的数据，2021年15-30万元价位范围的新能源车销量市场份额达39%，预计2023年超过目前15万元以下价格区间，成为最大的细分市场，并于2026年达49.1%，对应2020-2026 CAGR为48.6%，比2017-2020 CAGR高出3.4%。相反，30万元以上细分市场2020-2026的CAGR为46.8%，比2017-2020的77.9%增长率下降了31.1%，成为唯一一个增速放缓的细分市场。蔚来主要的销售来自汽车及汽车附带产品与服务：家用充电器、车辆连接服务、延长保修和电池更换服务，受限的细分市场增速将影响蔚来的整体收入增长。受商品成本上升所致，公司2022Q1毛利率为14.6%，比去年同期为19.5%收窄，2021年Q4为17.2%，持续收窄的毛利率影响我们对公司的盈利预期。

产品需要更多差异化以获得竞争优势：

蔚来单品价格定位在中国自主品牌最高，甚至高于外资高端品牌如奥迪及宝马。可是车款的差异化优势并不明显，公司旗下的NIO ES6为销量主力，虽然动力性能较好（见图十），但性价比不如福特的Mustang Mach-E。另外，ET7作为公司首次以新平台NT2.0打造的第一款轿车，续航里程比竞品Zeekr 001低及昂贵（见图十一），两者的百公里加速时间同为3.8秒，ET7动力性能差异化优势不明显，难以支持较高价格。市场反应方面，Zeekr001的综合评分比ET7高（见图二十六），可见蔚来产品层面有待开拓更多亮点以获得差异化竞争优势。

图二十二：蔚来 ES6 资讯一览

ES6:



车款: ES6 75kWh 运动版; ES6 100kWh 运动版; ES6 75kWh 性能版; ES6 100kWh 性能版; ES6 75kWh 签名版; ES6 100kWh 签名版

车型: 中型 SUV **定位:** 智能纯电 SUV, 定价位于中国市场可比纯电中型 SUV 的上游位置。车身采用高强度铝加碳纤维复合结构, 轻盈坚固。配合宽阔车厢, 打造富有科技感的生活空间。 **整车平台:** NP1.0

汽车座舱:



ES6 车长 4,850mm, 车内空间宽阔, 精致且富有科技感的移动生。采用 Microfiber 超纤维顶棚, 搭配三幅式运动方向盘及一体式运动座椅, 营造出极具战斗气息的驾驶空间。可选装独创的女王副驾, 并可选用 Nappa 真皮材质, 与车载香氛系统一起, 带来舒适的乘坐体验。配备百度地图、车机使用 NIO OS 3.0.0 作业系统。

辅助驾驶-系统与功能: “NIO Pilot” 公司自主研发, 搭载 Mobileye EyeQ4 自动驾驶芯片。超过 20 项辅助驾驶功能, 支持远程车辆软件升级 (FOTA) 持续优化。1) **标配:** 前向碰撞预警 (FCW) 自动紧急制动 (AEB)、增强版自动紧急制动、带行人识别 (AEB、P)、增强版自动紧急制动、带自行车识别 (AEB、C)、车辆盲点监控 (BSD)、车道偏离预警 (LDW)、车道变换辅助 (LCA)、窄路辅助 (SDIS)、侧方开门预警 (SDO)、定速巡航 (CC); 2) **精选包:** 自适应巡航 (ACC)、视觉融合全自动泊车系统 (S-APA with Fusion)、道路保持辅助 (LKA)、后侧来车预警 (CTA-R)、来车预警-主动制动 (CTA-B)、动态仪表盘界面及车道自动模拟 (ALS)、远近光自动控制 (AHB); 3) **全配包:** 精选包功能、领航辅助 (NOP)、高速自动辅助驾驶 (Highway Pilot)、拥堵自动辅助驾驶 (Traffic Jam Pilot)、转向灯控制变道 (ALC)、辅助驾驶注意力监测 (AMP)、车辆近距召唤 (NBS)、道路标识识别 (TSR)、自动限速调节 (ISA)、前侧来车预警 (CTA-F)。

自动驾驶-硬件: 1 个三目向前摄像头; 4 个 300 万像素高感光环视专用摄像头; 5 个毫米波雷达; 12 个超声波传感器。

智能系统: 智能充电口盖、无钥匙进入 (支持 NFC)、9.8 英寸 (1800×606) 数字仪表、11.3 英寸 (1600×1400) 第二代多点触摸中控屏、中控无线充电板 (Qi 标准, 10W 功率) 带 NFC 功能、5G 网络、车内 Wi-Fi、蓝牙 4.2、智能座舱感知摄像头、驾驶员状态检测摄像头、4K

行车记录仪、FOTA 远程升级能力、蔚来智能系统 Alder 赤杨、NOMI 车载人工智能系统、用户账户系统、蔚来热线及紧急救援呼叫、远程互联控制、车内环境智能预约、智能寻车助手、预约充电、快递到车服务、交互式电子用户手册、智能钥匙 x1 和 NFC 卡片钥匙 x1、NOMI 车载人工智能系统。

数据源：公司官网、恒大证券分析整理

图二十三：福特 Mustang Mach-E 资讯一览

Mustang Mach-E:



车款： 跃世后驱版（标准续航）、无疆后驱豪华版（长续航）、追风全驱豪华版（长续航）、2021 GT

车型： 中型 SUV **定位：** 运动型纯电动 SUV，定价位于中国市场可比纯电中型 SUV 的上游位置。继承了 Mustang 家族具有代表性的设计元素，鲨鱼式仿生前脸中使用了可点亮的野马标志。 **整车平台：** 大众 MEB 平台

汽车座舱：



车长 4,730mm，车内空间宽阔，智能科技座舱结合 Mustang 经典设计，并与现代科技相结合。智能先进，搭载了 10.2 英寸全液晶仪表盘、骁龙 820A 芯片的悬浮式 15.5 英寸的中央竖屏。全新一代的 SYNC+2.0 智行互联系统、接入百度生态，集成百度数据、云、地图、语音、支付等能力。且采用全新 FNV 电气架构，可以实现 100M 带宽，最高 80G 的数据传输量。

辅助驾驶-系统与功能： 全新一代福特 Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统于车款为首发；升级搭载 BlueCruise 主动驾驶辅助功能，达到“准自动驾驶功能”，评估驾驶员注意力和疲劳度；ACC 全速域自适应巡航、TJA 拥堵辅助驾驶、ICA 高速辅助驾驶等 20 多项智能驾驶辅助功能均为全系标配。

自动驾驶-硬件： 6 个摄像头（其中 4 个 360° 环视摄像头）、5 个毫米波雷达、12 个超声波雷达、采用英飞凌 Aurix 基础运算芯片、全新一代的 MobileyeQ4 芯片、TITDA 环视摄像头处理芯片和恩智浦 TreeRunner 福特专用传感器等芯片、匹配 Co-Pilot360 运算域平台，实现了

26 种驾驶辅助的功能。

智能系统: 搭载 SYNC+ 2.0 智行互联系统, 与百度生态合作, 集成百度数据、地图、语音、支付等原生能力, 提供具备流畅体验的智能座舱

数据源: [公司官网](#)、[公开资讯](#)、[恒大证券分析整理](#)

图二十四: 蔚来 ET7 资讯一览

ET7:



车款: ET7 75 kWh、ET7 100kWh、ET7 150kWh、ET7 首发版 100kWh、NIO ET7 首发版 75kWh、NIO ET7 首发版 150 kWh

车型: 中大型轿车 **定位:** 蔚来旗下的第四款量产车, 也是首款轿车。车款长宽高分别达到 5,101/1,987/1,509mm, 轴距为 3,060mm, 拥有同级别较长较阔的车身尺寸, 高度比同级别要少。定价属于同级车型的高位。风阻系数 (Cd)0.208 与 Model S Plaid 相同, 贴近奔驰 EQS 水平。 **整车平台:** NT2.0

汽车座舱:



ET7 车型提供环抱式座舱, 赋未来科技与简约前卫风格, 悬浮式屏幕设计, 拼色双辐方向盘, 搭配隐藏式智能出风口。简约舒适座椅、环抱式扶手、飞航头枕、前后排静音玻璃、前后排座椅加热、通风、按摩和创新的后排 Air Cushion 背部舒缓系统等越级配备, 全系标配, 目标提供舒享旅程。NT2.0 数字座舱技术, 10.2 英寸 HDR 仪表盘 (1920*532); 和 12.8 英寸 AMOLED 中控屏采用了超窄边悬浮式设计, 分辨率高达 1728*1888, 标配中控台上方的蔚来 NOMI 车载人工智能系统。车机采用 NIO OS Banyan 系统, 车机导航地图为高德。

辅助驾驶-系统与功能: 前向碰撞预警 (FCW)、自动紧急制动 (AEB)、车辆盲区监测 (BSD)、变道盲区预警 (LCA)、侧方开门预警 (DOW)、后方穿行预警带制动 (RCTA-B)、前方穿行预警带制动 (FCTA-B)、车道偏离预警 (LDW)、车道保持辅助 (LKA)、紧急主动停车 (EAS)、紧急车道保持

(ELK)、增强型驾驶员感知系统 (ADMS)、智能自适应巡航 (i-ACC)、远近光自动控制 (AHB)、道路标识识别 (TSR)、动态环境模拟显示 (ESD)、视觉融合泊车辅助 (S-APA with Fusion)、换电站泊车辅助 (PSAP)、窄路辅助 (SDIS)、车道居中辅助 (LCC)、转向灯控制变道 (ALC)、NAD 完整功能服务订阅、领航辅助 (NOP)

自动驾驶-硬件:	NIO Aquila Super Sensing 蔚来超感系统: 高性能感知硬件*33: 超远距高精度激光雷达 1 个、800 万像素高清摄像头 7 颗 300 万像素高感光环视专用摄像头 4 颗、增强主驾感知 1 个、毫米波雷达 5 个、超声波传感器 12 个、V2X 车路协同感知、高精度定位单元 2 个; NIO Adam Super Computing 蔚来超算平台
智能系统:	10.2 英寸(1920x532)HDR 数字仪表、12.8 英寸(1728x1888)AMOLED 中控屏、6.6 英寸(1268x360)后排 HDR 多功能控制屏、7.1.4 沉浸声音响系统 (23 扬声器, DolbyAtmos 杜比全景声技术)、EP 模拟声浪、增强平视显示系统(HUD)、智能座舱感知摄像头、HOD 驾驶员脱手检测、中控无线充电板 (Qi 标准, 15W)、4K 行车记录仪、远程互联控制、智能寻车助手、5G 网络、车内 Wi-Fi6.0、蓝牙 5.2、UWB 超宽带通讯技术、数字钥匙功能、UWB 智能钥匙、NFC 卡片钥匙、FOTA 远程升级能力、蔚来智能系统 Banyan 榕、NOMI 车载人工智能系统、用户账户系统、蔚来热线及紧急救援呼叫、NOMI 车载人工智能系统

数据源: 公司官网、恒大证券分析整理

图二十五: 领克极氪 Zeekr 001 资讯一览

Zeekr001:



车款:	超产续航单电机 WE 版、长续航双电机 WE 版、超长续航双电机 YOU 版		
车型:	中大型轿车	定位:	高端豪华中大型智能纯电动汽车, 定价位于中国市场可比纯电中大型轿车上游位置。极氪品牌首款高端智能电动车型, 秉承“不做无聊的电动车”的极氪产品哲学。
		整车平台:	吉利 SEA 浩瀚

汽车座舱:



车厢配备的智能感应电动门、按摩座椅、智能香氛系统、雅马哈音响等基本上可透过 15.4 英寸的中控悬浮屏和语音指令实现。搭载两块屏幕和一块 HUD; 液晶仪表的尺寸为 8.8 英寸, 分辨率为 1920*480; 中控触摸屏的尺寸为 15.4 英寸, 分辨率为 1920*1200; HUD 的尺寸 14.7 英寸, 分辨率为 766*170; 座舱 SoC 采用的是高通骁龙 820AP, 并配备了 8GB 内存; 座舱的主要交互方式包括了触控和语音; 车机系统来自吉利御用供应商「亿咖通」。导航使用百度地图, 在线应用有酷我音乐、腾讯视频、伴听等

辅助驾驶-	ZEEKR AD 智能驾驶系统: 功能覆盖 AP 全速段主动巡航控制、ACCQA 带排队功能的自适应巡航、AEB 前向碰撞减缓、LKA 车道居中保
--------------	---

系统与功能:	持辅助等共 14 项功能
自动驾驶-硬件:	高性能 7nm 智能驾驶芯片 Mobileye Eye Q5H、Falcon Eye Vidar (800 万像素长距离高清摄像头*7、250m 超长感知毫米波雷达*1、短距离超声波雷达*12、短距环视高清摄像头*4、车内监控镜头*2、车外监测摄像头*1、后流媒体摄像头*1、跨视觉融合算法 (含智能驾驶算法、高精地图、RSS 责任敏感安全模型等)
智能系统:	8.8 英寸高清机长仪表、15.4 英寸中控触摸屏、14.7 英寸 WHUD、AI Mate 智能助理、整车 OTA 升级、高性能音响、YAMAHA 高级环绕立体高级音响、15W 手机无线充电、人脸 ID 识别、5G 网络等

数据源: 公司官网、恒大证券分析整理

图二十六: 汽车评分

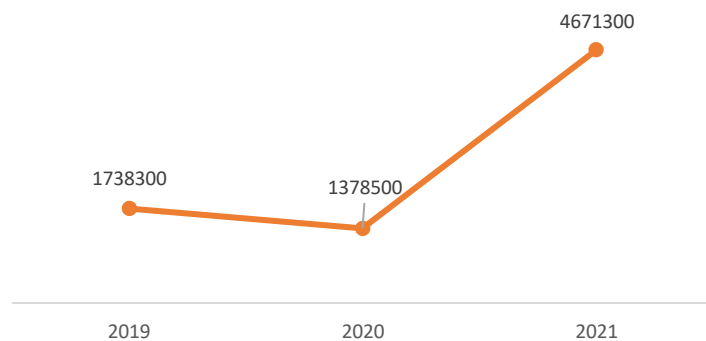


数据源: 懂车帝

高耗资的扩展模式及质保政策, 押注未来

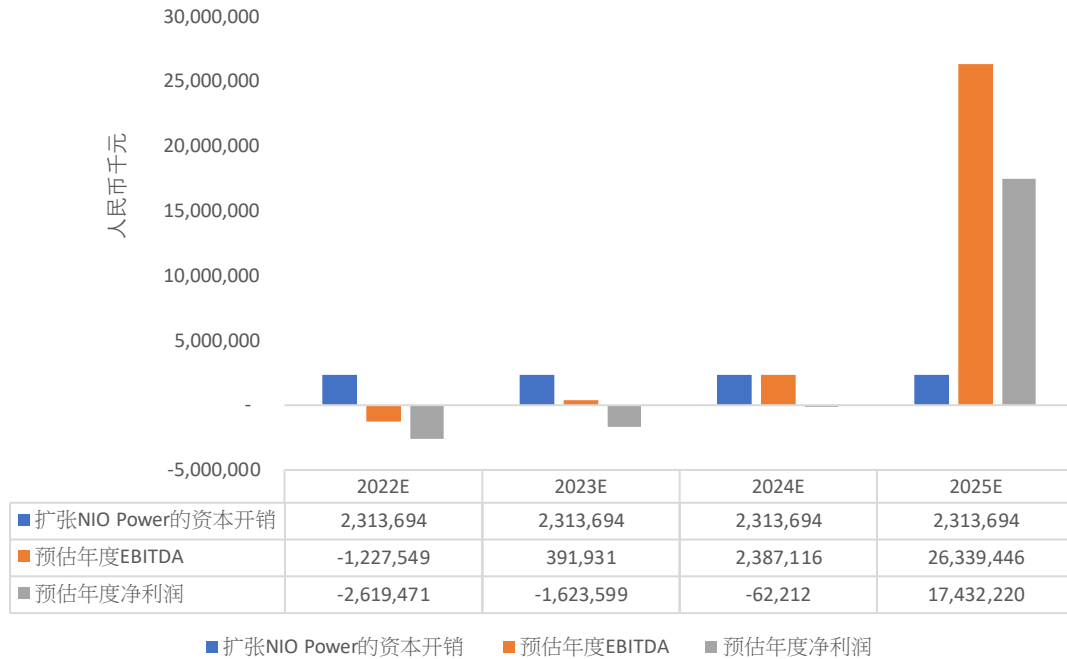
于 2021 年, 蔚来加快布局充电换电网络, 一年内建设了 605 个换电站 (Power Swapping Stations) 及 2612 个充电站 (Power Chargers), 令公司 2021 年资本开支翻近 3.5 倍, 年度资本开支达 4,671,300 千人民币元。同时公司为快速增加补电网络, 在 NIO POWER 远景中提出从 2022 年至 2025 年, 在中国市场每年新增 600 座换电站; 至 2025 年底, 蔚来换电站全球总数将超 4000 座, 其中中国以外市场的换电站约 1000 座。我们预料该计划将在 2022 - 2025 年为公司带来 10,127,833 千人民币元资本开支, 年度资本开支要至 2025 年才能全面被公司年度 EBITDA 及净利润覆盖。

图二十六: 蔚来汽车 2019-2021 年资本开支



数据源: 公司年报、恒大证券制图

图二十七：蔚来汽车 2022E - 2025E 预估



数据来源：恒大证券

质保政策添未来成本压力

同时，蔚来首任车主自动享有终身免费质保、终身免费道路救援和终身免费车联网服务这三项终身免费权益。终身免费质保不设期限机里程，每辆车都将获得公司所提供的终身免费质保服务（见图二十八）。

图二十八：蔚来汽车车主权益

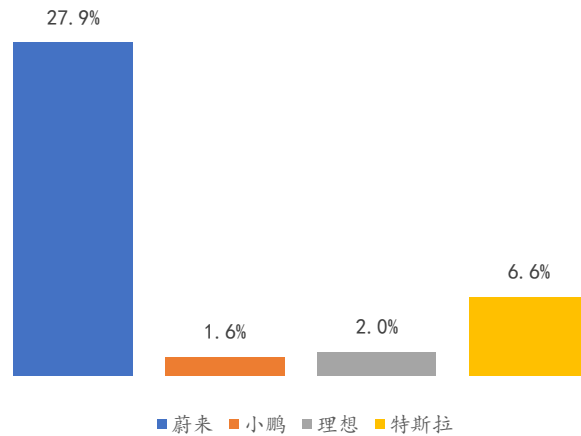
服务：	内容条款
终身质保	在蔚来车主的蔚来汽车车辆使用寿命周期内，购买和使用的蔚来汽车，因其质量问题（指产品设计、制造或原材料缺陷）而产生故障时，将由蔚来公司根据本终身质保实施细则的条款与条件承担免费维修该等故障之服务。
终身道路救援	当蔚来汽车发生故障而无法行驶时，蔚来公司将在蔚来汽车车辆使用寿命周期内，根据本道路救援实施细则的条款与条件为蔚来汽车提供在中华人民共和国境内（不含香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）不限里程的道路救援服务（“道路救援服务”）。 公司将根据蔚来汽车的实际故障情况，决定提供以下一种或数种道路救援服务： (a) 远程救援服务，即通过远程手段诊断，排除蔚来汽车的故障； (b) 现场诊断服务，即安排蔚来公司移动服务车及道路服务专员赶赴蔚来汽车故障现场进行诊断； (c) 拖车救援服务，即安排蔚来公司指定的道路救援服务商，将蔚来汽车拖送至蔚来公司指定的充换电站或服务中心； (d) 困境救援服务，即安排蔚来公司指定的道路救援服务商通过其专业救援设备（如大型吊车等）将蔚来汽车牵引至可拖运状态并拖送至蔚来公司指定的充换电站或服务中心；或 (e) 特殊路段救援服务，即由蔚来公司直接或协助车主联系当地交警或政府指定的拖车服务实体（“第三方救援服务实体”），将蔚来汽车拖送至蔚来公司指定的地点，并后续由蔚来公司指定的道路救援服务商将蔚来汽车拖送至蔚来公司指定的充换电站或服务中心。 在蔚来车主及蔚来汽车符合本道路救援实施细则所规定的道路救援服务情形的情况下，蔚来公司将承担提供以上(a)到(e)道路救援服务的费用（以蔚来公司官网为准）
车联网	蔚来公司将根据与蔚来汽车相关的《用户手册》的相关规定为用户的蔚来汽车提供实时路况导航和 FOTA 升级服务，前述服务包含最多

服务	每月 8GB 的免费 4G 流量，该流量由蔚来公司的合作伙伴或基础电信运营商提供。
----	---

数据源：公司官网

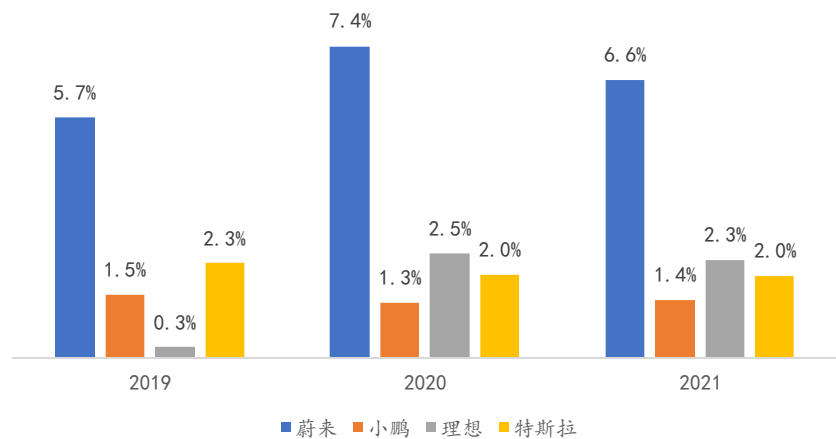
蔚来的终身质保政策是蔚小理及特斯拉同业中的创新，但是提供质保承诺的潜在开支则很可能降低公司未来盈利，截至 2021 年，蔚来的应计保修服务储备 (Warranty Reserve) 占总负债比例达 28%，是同业最高。而每年的新增保修准备金占收入比也是同业最高。

图二十九：2021 年末保修准备金与总负债比



数据源：公司年报

图三十：2019-2021 年新增保养准备金与收入比



数据源：公司年报

公司估值与投资建议

我们在 2021 年 7 月 11 日在目标价为 19.56 美元/ADS 的情况下首次对蔚来汽车(NIO US)给予“中性”评级。基于 DCF 的分析，我们预料蔚来凭其高端定位明确及销售体系的优势，引领中国自主品牌纯电动车走向高端化。我们预测公司在自 2025 起到 2030 在中国整体纯电动车市场取得 9%市占率。而 2025 年在海外销售将会获得相当于中国市场销量 33%的规模。同时预料我国在 2025 年纯电动车销量可达超过 500 万辆，至 2030 年增长至近 1,200 万辆。在换电布局方面，在目前行业电池标准化未明朗，加上电池供应商龙头宁德时代入局换电模式，我们视蔚来的换电模式是扩张汽车销售的体系手段，加上公司同时布局充电桩，相信蔚来在未来能够把握新能源汽车行业增长。

正面因素：(1) 预料公司收入增长受惠于商业模式创新的带动，包括电池出租(BaaS)及自动驾驶订阅服务(ADaaS)；(2)公司新平台 NT 2.0 车型标配激光雷达，提升汽车自动驾驶能力。

风险因素：(1) 公司质保政策削弱未来利润率；2) 汽车销量尤其来自海外市场不及预期，令 NIO Power 计划及充换电站回报比预期低

图三十一：现金贴现模型分析 DCF Analysis

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
EBIT	-2,560,589	-1,802,079	-468,167	22,827,914	38,162,069	64,858,273	111,675,431	157,118,103	248,724,304	347,383,522
税项	-136,826	-22,491	178,052	-5,653,425	-9,495,633	-16,185,282	-27,906,319	-39,279,121	-62,194,245	-86,874,233
EBI	-2,697,415	-1,824,570	-290,115	17,174,488	28,666,436	48,672,992	83,769,112	117,838,982	186,530,059	260,509,290
折旧与摊销	1,333,040	2,194,010	2,855,283	3,511,532	4,161,647	4,778,990	4,717,100	4,855,158	4,926,528	5,504,434
净营运资本变化	-3,676,090	-960,026	-7,384,919	-13,269,056	-8,637,177	-9,980,654	-17,123,753	-22,754,138	-19,598,512	-29,879,173
资本开支	-3,829,479	-5,293,101	-3,829,479	-6,828,705	-6,495,261	-3,496,034	-6,495,261	-6,161,817	-6,161,817	-6,161,817
无杠杆自由现金流：	-8,869,944	-5,883,688	-8,649,230	588,259	17,695,645	39,975,294	64,867,199	93,778,186	165,696,259	229,972,734

远期增长率	8%
WACC	17.97
无风险利率	2.84%
股票 Beta 值	1.772
风险溢价	10.7%
汇率	6.6946
每股 ADS 股价(美元)：	19.56

		远期增长率							
		217,563,113	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
WACC	16.5%		251,064,842	258,018,567	265,709,969	274,261,995	283,826,521	294,593,389	306,803,069
	17.0%		230,985,405	236,833,831	243,272,076	250,393,269	258,311,235	267,166,582	277,135,068
	17.5%		213,135,915	218,077,618	223,494,312	229,457,244	236,052,665	243,385,987	251,587,429
	18.0%		197,192,209	201,385,600	205,964,025	210,982,488	216,506,995	222,617,448	229,411,504
	18.5%		182,886,555	186,458,960	190,345,363	194,588,582	199,239,590	204,359,557	210,022,528
	19.0%		169,996,336	173,050,801	176,362,761	179,965,800	183,899,611	188,211,449	192,958,015

		远期增长率							
		19.56	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
WACC	16.5%		22.57	23.19	23.88	24.65	25.51	26.48	27.58
	17.0%		20.76	21.29	21.87	22.51	23.22	24.02	24.91
	17.5%		19.16	19.60	20.09	20.63	21.22	21.88	22.62
	18.0%		17.73	18.10	18.51	18.97	19.46	20.01	20.62
	18.5%		16.44	16.76	17.11	17.49	17.91	18.37	18.88
	19.0%		15.28	15.56	15.85	16.18	16.53	16.92	17.34

数据来源: 恒大证券

公司财务数据:

损益表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	7,825	16,258	36,136	58,007	69,300	127,586
销售成本	-9,024	-14,385	-29,315	-46,646	-54,470	-97,434
毛利	-1,199	1,873	6,821	11,361	14,830	30,152
SG&A	-5,452	-3,932	-6,878	-8,121	-9,702	-17,862
R&D	-4,429	-2,488	-4,592	-5,801	-6,930	-12,759
其他	-	-61	152	-	-	-
EBIT	-11,079	-4,608	-4,496	-2,561	-1,802	-468
净利息收入	-210	-259	274	-53	188	215
分担被投资方的损益	-64	-66	63	-172	-172	-172
其他收入净额	66	-365	185	185	185	185
除税前利润	-11,288	-5,298	-3,975	-2,601	-1,601	-240
税款	-8	-6	-42	-19	-22	178
净利润	-11,296	-5,304	-4,017	-2,619	-1,624	-62
基本 EPS (元)	-11.08	-4.74	-6.72	-1.68	-1.08	-0.14
EBITDA	-9,396	-3,326	-2,788	-1,228	392	2,387

资产负债表*	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金和现金等价物	990	38,426	15,334	42,727	84,479	161,992
A/R	1,403	1,293	4,387	6,096	6,978	11,532
存货	890	1,082	2,056	3,539	4,215	7,709
其他	1,773	5,407	41,864	40,034	40,613	43,604
流动资产	5,055	46,207	63,641	92,396	136,285	224,837
不動產,廠房及設備	5,533	4,996	7,400	14,096	17,195	18,169
长期投资	115	300	3,059	3,059	9,768	17,454
其他	4,006	3,139	8,783	6,132	6,434	6,752
非流动资产	9,654	8,435	19,242	23,287	33,397	42,375
总资产	14,709	54,642	82,884	115,683	169,682	267,212

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
短期借贷	886	1,550	5,230	-	25	25
A/P	3,421	6,713	13,326	20,802	24,071	42,494
其他	5,192	5,713	10,642	11,225	11,570	12,148
流动负债	9,499	13,976	29,198	32,027	35,666	54,668
长期贷款	7,155	5,938	9,739	25	-	-
其他	2,750	2,865	5,883	5,858	5,858	5,858
非流动负债	9,905	8,803	15,622	5,883	5,858	5,858
总负债	19,404	22,780	44,820	37,910	41,524	60,525

归属控股股东权益	(6,173)	27,169	34,710	74,419	124,804	203,333
少数股东权益	1,478	4,693	3,354	3,354	3,354	3,354
权益总额	(4,695)	31,862	38,064	77,773	128,158	206,686

现金流报表*	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
營業現金流量	(8,555)	1,951	1,966	6,006	5,989	26,447
净利润	(11,287)	(5,299)	(4,017)	(2,619)	(1,624)	(62)
减值与折旧	1,521	1,546	2,352	1,333	2,194	2,855
非现金项目	332	903	(2,844)	(2,797)	1,003	(559)
非现金运营资本改变	879	4,801	6,476	10,089	4,415	24,213
投资活动现金流量	3,382	(5,071)	(39,765)	27,577	36,154	52,175
资本开支	(1,707)	(1,128)	(4,079)	(3,829)	(5,293)	(3,829)
其他	5,089	(3,943)	(35,686)	31,406	41,447	56,004

资本开支占收入比	21.8%	6.9%	11.3%	6.6%	7.6%	3.0%
	-	-	-	-	-	0
融资活动现金流	3,095	41,357	18,129	(6,189)	(391)	(1,108)
股息	-	-	-	-	-	-
增发及回购股份	51	155	12,822	-	-	-
净增发与回购债项	3,044	3,677	13,208	(6,189)	(391)	(1,108)
其他活动	-	37,525	(7,901)	-	-	-
现金和现金等价物的净变化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
年初结余	3,224	990	38,545	15,334	42,727	84,479
年度净变化	(2,078)	38,237	(19,670)	27,393	41,752	77,513
外汇影响	10	(682)	(501)	-	-	-
年末现金和现金等价物	990	38,426	15,334	42,727	84,479	161,992

*以上报表以人民币百万元表示

比率分析	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	-15.3%	11.5%	18.9%	19.6%	21.4%	23.6%
EBITDA 利润率	-120.1%	-20.5%	-7.7%	-2.1%	0.6%	1.9%
EBIT 利润率	-141.6%	-28.3%	-12.4%	-4.4%	-2.6%	-0.4%
净利率	-144.4%	-32.6%	-11.1%	-4.5%	-2.3%	0.0%
股权回报率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.1%
资产回报率	N/A	N/A	N/A	N/A	-1.3%	-0.1%
SG&A / 收入	69.7%	24.2%	19.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净负债 / 权益	N/A	35.8%	28.9%	7.4%	3.7%	1.8%
净负债/ EBITDA	N/A	N/A	N/A	-469.4%	1201.6%	153.2%
收入/ 资产 (X)	53.2%	29.8%	43.6%	50.1%	40.8%	47.7%
资产 / 权益 (X)	-313.3%	171.5%	217.8%	148.7%	132.4%	129.3%
利息覆盖倍数(X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
税率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25%
收入年增长率	58.0%	107.8%	122.3%	60.5%	19.5%	84.1%
EBITDA 年增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS 年增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
估值	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/BV (X)	N/A	3.3	2.7	2.8	1.7	1.1
EV/EBITDA (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	590.5	96.9
股息殖利率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

2022-07-11

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999