

蔚来 (NIO)

## 蔚来在未来

## ——蔚来汽车首次覆盖报告

	吴晓飞 (分析师)	石金漫 (分析师)	徐伟东 (分析师)
	0755-23976003	010-59312859	021-38674744
	wuxiaofei@gtjas.com	shijinman@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com
证书编号	S0880517080003	S0880517110001	S0880519060002

评级: 谨慎增持

当前价格 (美元): 3.05 USD

2019.08.22

## 交易数据

52 周内股价区间 (美元)	2.42~13.80
当前股本 (百万股)	1052.66
当前市值 (亿美元)	33.2

## 本报告导读:

ES6 的陆续交付为公司带来新增长点。区别于传统汽车生产、销售、服务各环节，蔚来以全新模式推进新能源汽车发展。

## 摘要:

- **首次覆盖。**给予公司“谨慎增持”评级。蔚来汽车采用定制化生产模式满足了客户不同类型要求，同时减轻企业资金成本压力。一站式体验店区别于传统 4S 店销售模式。新公司打造新模式带来新期待。我们预计公司 2019~2021 年收入分别为 93 亿元、107 亿元、118 亿元，同比增速为+65%、+15%、+10%，2019~2021 年净利润分别为-103 亿元、-59 亿元、-23 亿元，因公司短期内无法实现盈利，我们给予公司“谨慎增持”评级。
- **公司是互联网造车新势力，聚焦智能互联的高端电动汽车。**蔚来以电动赛车起家，具有一流的电动动力总成技术，可提供卓越的加速性能；公司开发了领先的 NIO Pilot ADAS 自动辅助驾驶系统和 NOMI 人工智能助手，并已大规模应用。区别于传统汽车及 4S 店销售模式，蔚来汽车打造一站式全面服务：公司以汽车为核心，通过连接汽车、智能设备（手机、充电桩等），服务提供商和用户，以实现更高效和创新的用户体验，打造差异化竞争路线。
- **7 座车细分市场寻求突破，打造差异化竞争。**根据机动车交强险数据，蔚来主打车型 ES8 2018 年全年上险 11404 辆，位列国内新一代新能源车车企销量榜首，同时售价也是竞品 SUV 中最高的，说明 ES8 的主要竞争对手并不是国内的新一代新能源车车企。7 座 SUV 及 MPV 整体销量不及 5 座 SUV，说明市场需求仍向五座 SUV 倾斜，凭借着优秀的产品力，蔚来新五座 SUV ES6 的表现更值得期待。
- **催化剂：**销量爬坡可观，公司服务创新的模式带来利润增长点。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，业绩的不确定性

财务摘要 (十亿元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	---	---	---	49.51	93.01	107	118
(+/-)%	---	---	---	---	65	15	10
毛利润	---	-25.69	-50.13	-96.17	-53	12	36
净利润	---	-35.18	-75.62	-233.28	-103	-59	-23
(+/-)%	---	---	-111%	-329%	---	---	---
PE	---	---	---	---	---	---	---
PB	---	---	---	---	---	---	---

\*由于公司上市时间较短，因此财务数据提取不完整

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

1.最具竞争力的互联网造成新势力.....	3
1.1.生产端全铝车身精益求精，技术品控优良.....	3
1.2.销售端注重用户生态搭建，中心地段建店，APP生态模式替代广告.....	4
2. ES8 销量靓丽，七座车差异化竞争取胜.....	6
2.1.2018 年 ES8 位列新势力造车销量第一，在豪华品牌中位列第二.....	6
2.2. ES6 针对五座车，市场空间打开期待再辉煌.....	7
3 盈利预测.....	10
4.风险提示.....	10

## 图表目录

图 1: 蔚来汽车生产线是中国三条全铝生产线之一.....	3
图 2: 蔚来汽车外观及内饰彰显豪华品牌定位.....	3
图 3: 客户订购车辆流程.....	4
图 4: 蔚来汽车的门店设计提高产品及品牌曝光度.....	5
图 5: 购车各项费用明码标价.....	5
图 6: NIO House 提供多项专为用户开发的的活动空间.....	6
图 7: 蔚来汽车 2019 年主力产品 ES6.....	8
表 1: 2018 年蔚来 ES8 销量在国产新生代新能源车中名列前茅..	6
表 2: 蔚来 ES8 销量在国际大厂的较量中同样亮眼.....	7
表 3: 5 座 SUV 更得到市场认可，市场规模更大.....	7
表 4: 蔚来 ES6 尺寸上更具优势.....	8
表 5: 蔚来 ES6 动力上碾压国内竞争对手.....	9
表 6: 5 座 SUV 更得到市场认可，市场规模更大.....	9
表 7: 蔚来 ES6 和特斯拉 Model3 各有千秋.....	9

## 1. 最具竞争力的互联网造成新势力

### 1.1. 生产端全铝车身精益求精，技术品控优良

#### 1.1.1. 蔚来汽车是我国自主品牌第一条全铝生产线

**定位智能互联的高端电动汽车：**公司以电动赛车起家，具有一流的电动动力总成技术，可提供卓越的加速性能；公司开发了领先的 NIO Pilot ADAS 自动辅助驾驶系统和 NOMI 人工智能助手，并已实现在生产汽车 ES8、ES6 上大规模应用。

蔚来汽车目前与江淮汽车合作建厂进行生产，工厂于 2016 年 10 月动工，总投资额超过 100 亿元，2017 年下半年正式投入使用，仅用了 13 个月便完成了年规划产能 10 万台的工厂的建造，其生产线也是中国三条全铝生产线之一，同时也是中国自主品牌的第一条全铝生产线。

图 1：蔚来汽车生产线是中国三条全铝生产线之一



凯迪拉克金桥工厂



捷豹路虎常熟工厂



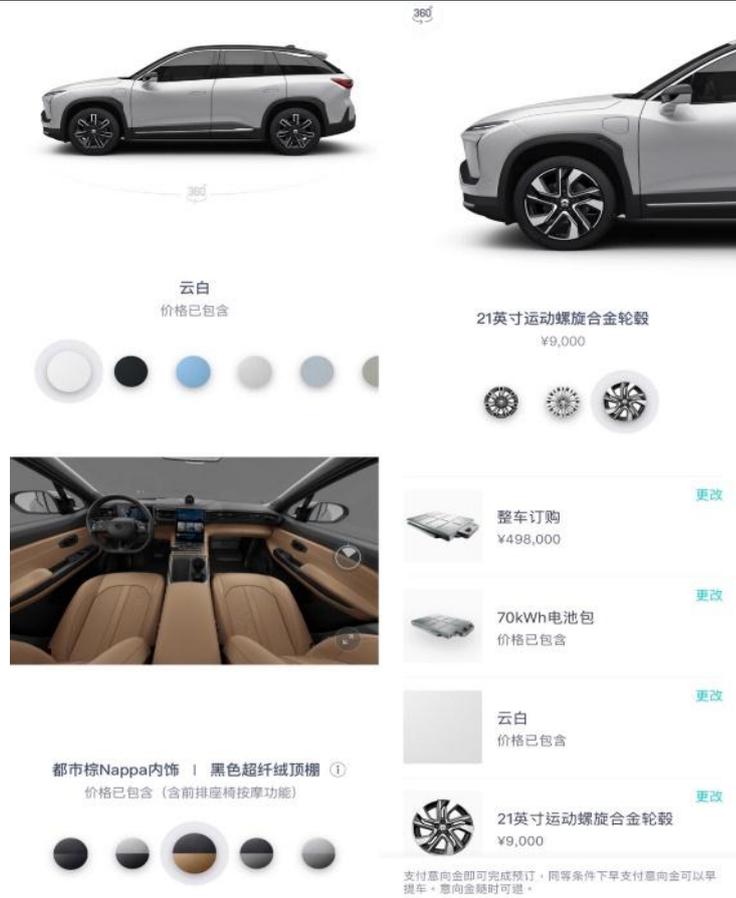
江淮蔚来工厂

数据来源：国泰君安证券研究

#### 1.1.2. 区别于传统制造商，客户可以进行定制化生产

不同于传统主流车企的库存化销售方式，蔚来目前主推的 ES8 以及 ES6 车型均采用全定制化生产模式，是国内唯一一家进行个性化定制的新能源车品牌。客户可以通过手机 APP 或者直营门店个性化选择车辆的颜色、轮毂、内饰选装等配置，通过交付定金的方式锁定订单交由工厂定制化生产。

图 2：蔚来汽车外观及内饰彰显豪华品牌定位



数据来源: 蔚来汽车官方 APP

### 1.1.3. 零库存及订金式生产有效减小资金压力

蔚来汽车所采用的个性化定制及订金式生产模式能在客户的个性化需求以及公司自身资金压力之间取得平衡。在最终确定订单前, 每一辆车都需要缴纳 5000 元的意向金以及 45000 元的定金, 5000 元的意向金是可退的, 但 45000 元的定金不可退, 这样可以较大程度保护工厂的权益, 减小公司的资金压力。

图 3: 客户订购车辆流程



数据来源: 蔚来汽车官网, 国泰君安证券研究

## 1.2. 销售端注重用户生态搭建, 中心地段建店, APP 生态模式替代广告

### 1.2.1. 蔚来汽车采用直营模式

Nio house 的直销模式省去了传统车企的经销商分销模式的两项成本: 广告推广成本、经销商折扣成本。广告推广成本上, 传统经销商的分销模

式为了保持足够的品牌曝光度和产品认知度，需要对品牌单一车型进行长时间、大规模、多平台的广告媒体投放，从而产生巨量成本，而蔚来通过选择城市核心商圈黄金地段建立门店和建立 APP 生态的方式，通过开放式的门店展示以及 APP 活跃客户的参与增加品牌和车型曝光度，替代了广告成本。

**图 4: 蔚来汽车的门店设计提高产品及品牌曝光度**

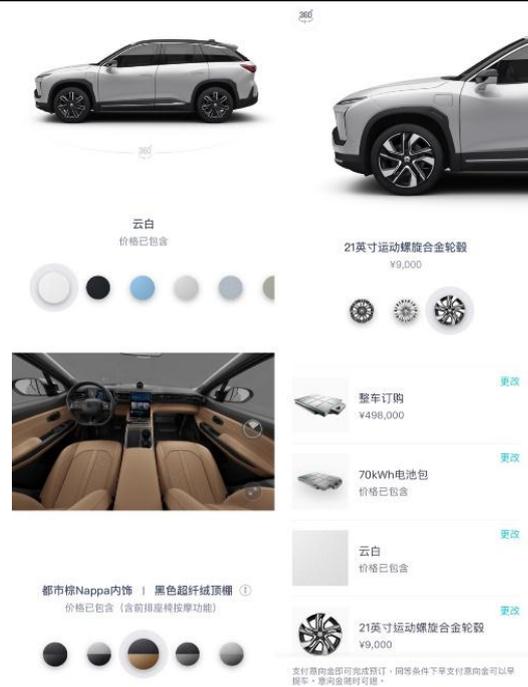


数据来源：蔚来汽车官网

区别于传统 4S 店经销商模式，蔚来的直销模式实行统一价格，对车型、配件、选装、增值服务等都进行了明码标价，不存在同一产品在不同渠道价格差异的现象。

传统 4S 店在不同经销商可以获得不同的折扣空间，使得同一车型最终成交价格在不同经销商间存在差异，销售过程中也经常出现对车险和选装配件的强卖行为，削弱了客户对车型价值的准确衡量及对品牌的认可。

**图 5: 购车各项费用明码标价**

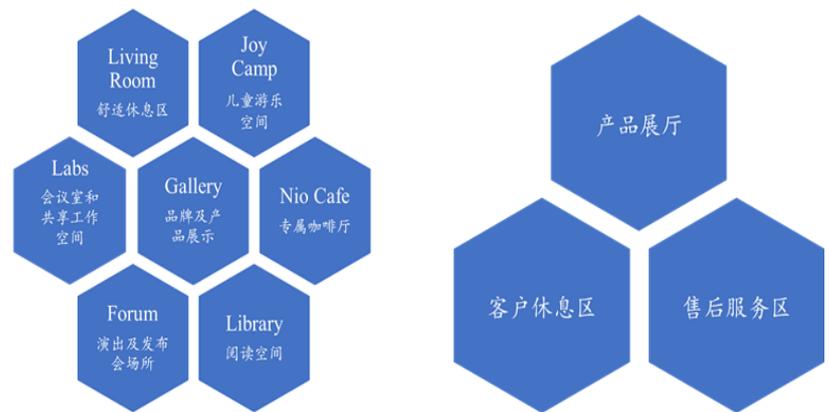


数据来源：蔚来汽车官方 APP

Nio house 直营模式可以更好地传达品牌理念。传统车企经销商的主要目标是销售产品，价格是王道，常常忽略对品牌理念以及产品理念的推广，存在对品牌理念的不理解甚至是抗拒。而蔚来直营模式至上而下是同一脉络，可以无阻碍地把品牌以及产品的最高理念传达到终端，长期来看更利于品牌的推广和客户的认知。

门店弱化销售功能，着重生态体验建设。传统经销商 4S 店以产品销售为核心，产品展厅一般会占据大部分的面积，同时也会设立客户休息区以及售后服务区，但服务及环境一般相对较差。而 Nio House 更为注重品牌生态建设，着重提高客户的粘性，所以产品展厅在 Nio House 中仅占据较小区域，更多的空间留给了与客户生活相关的各种情景，例如咖啡厅、会议室及工作空间、图书馆等等。蔚来的客户可以随时使用 Nio House 中的各种功能，进行生活中的各项活动，取代了因为车辆的需要去门店的单一模式，进一步传递了品牌理念，提高了品牌认可度。

图 6: NIO House 提供多项专为用户开发的活动空间



数据来源：国泰君安证券研究

## 2. ES8 销量靓丽，七座车差异化竞争取胜

### 2.1. 2018 年 ES8 位列新势力造车销量第一，在豪华品牌中位列第二

根据机动车交强险数据，蔚来主打车型 ES8 2018 年全年上险 11404 辆，位列国内新一代新能源车车企销量榜首，同时售价也是竞品 SUV 中最高的，说明 ES8 的主要竞争对手并不是国内的新一代新能源车车企。

表 1: 2018 年蔚来 ES8 销量在国产新生代新能源车中名列前茅

品牌	车型	类别	补贴售价(万元)	销量(辆)
蔚来	ES8	SUV	37.54-47.54	11404
威马	EX5	SUV	11.23-16.48	3844
云度	π1	SUV	7.49-11.49	2619
新特	DEV1	SUV	6.19-7.79	2533

电咖	EV10	SUV	5.98-6.78	1566
云度	π3	SUV	10.98-12.58	1305
国金	GM3	SUV	16.38-18.38	1178
哪吒	01	SUV	5.98-6.98	1107
小鹏	G3	SUV	13.58-16.58	482
前途	K50	轿车	68.68	59

数据来源：机动车交强险，国泰君安证券研究

对比国内高端品牌的新能源车销量，蔚来同样亮眼，在与宝马、奥迪、特斯拉、沃尔沃、保时捷等大厂的竞争中蔚来 ES8 仅以 4 辆的差距落后于 5 系 Le，位列销量第二。

**表 2：蔚来 ES8 销量在国际大厂的较量中同样亮眼**

品牌	车型	销量(辆)
宝马	5 系 Le	11336
蔚来 NIO	ES8	11332
宝马	X1 Le	5525
特斯拉	MODEL X	3935
奥迪	A6L E-Tron	2401
特斯拉	MODEL S	1975
保时捷	PANAMERA PHEV	1181
宝马	i3 EV	1054
沃尔沃	XC60 E 驱混动	950
宝马	X5 e	776

数据来源：机动车交强险，国泰君安证券研究

## 2.2. ES6 针对五座车，市场空间打开期待再辉煌

国内 7 座 SUV 市场在二孩政策中诞生，主要针对一二线城市的家庭，但从政策下发后的实际情况来看，一二线城市家庭生育意愿并未得到有效提高，对于 7 座车的需求并未达到预期。同时，7 座 SUV 以及 MPV 的第三排空间以及 7 座状态下的后备箱空间一直是让人诟病的问题，过长的车身设计也影响了车辆整体操控性。因此从 2018 年的实际销售数据上看，5 座 SUV 仍是市场的主流，7 座的 SUV 以及 MPV 整体销量远不及 5 座 SUV，说明 7 座市场的受众人群以及市场规模不及 5 座市场。

**表 3：5 座 SUV 更得到市场认可，市场规模更大**

5 座 SUV 车型	售价(万元)	2018 年全年销量 (万辆)	7 座 SUV 车型	售价(万元)	2018 年全年销量 (万辆)
途观	22.38-35.98	30.34	汉兰达	23.98-33.08	10.49
昂科威	21.99-31.99	20.18	途昂	30.89-51.89	8.62
本田冠道	22.00-32.98	8.08	传祺 GS8	16.38-25.98	6.18
本田 URV	24.68-32.98	4.59	锐界	22.98-42.98	5.40
自由光	18.58-31.98	2.79	大指挥官	27.98-40.98	1.35

5 座 SUV 车型	售价(万元)	2018 年全年销量 (万辆)	MPV 车型	售价(万元)	2018 年全年销量 (万辆)
途观	22.38-35.98	30.34	奥德赛	21.98-35.48	4.55
昂科威	21.99-31.99	20.18	GL8	22.29-44.99	7.21
本田冠道	22.00-32.98	8.08	艾力绅	23.48-30.98	5.01
本田 URV	24.68-32.98	4.59	传祺 GM8	17.18-25.98	3.08
自由光	18.58-31.98	2.79			

数据来源：汽车之家，国泰君安证券研究

蔚来 ES8 作为蔚来汽车的第一款量产车型和品牌标杆车型，需要在产品各方面表现做到面面俱到，但碍于 7 座 SUV 有限的市场规模，长远来看 ES8 终将不是一台走量的产品。蔚来在 2018 年 NIO Day 发布了 ES6 车型，5 座 SUV 的主流布局、相较 ES8 更低的价格、更高的续航里程，都使得 ES6 在未来的表现更值得关注。

蔚来 ES6 是一款中型 5 座纯电动高性能 SUV 产品，定位低位 ES8，于 2018 年 12 月正式发布。ES6 最高配备 84kWh 的电池包，提供了最高 510km 的综合续航里程。永磁同步电机搭配感应电机的四驱动力系统提供了 544 匹的马力，4.7 秒的百公里加速表现。整体表现在同级别中已处于佼佼者的地位。

图 7：蔚来汽车 2019 年主力产品 ES6



数据来源：蔚来汽车官网

在与市场同级别国产新能源汽车比较中，ES6 各方面表现几乎碾压同级对手。空间方面，除了长度略小于比亚迪唐外，宽度高度轴距均大于同级别对手，特别是轴距上更是大幅度超越，说明 ES6 的座舱空间优于同级对手。

表 4：蔚来 ES6 尺寸上更具优势 (mm)

车型	蔚来 ES6	荣威 Marvel X	腾势 500	比亚迪唐
长	4850	4678	4672	4870
宽	<b>1965</b>	1919	1850	1950
高	<b>1758</b>	1618	1642	1725
轴距	<b>2900</b>	2800	2880	2820

数据来源：汽车之家，国泰君安证券研究

电机参数上，ES6 搭载的永磁+同步双电机的功率和扭矩均大幅超越同

级对手，实际动力表现已经可以和许多运动型轿车或跑车媲美。

**表 5: 蔚来 ES6 动力上碾压国内竞争对手**

车型	电机数	电机种类	最大功率(kW)	最大扭矩(N.m)
蔚来 ES6	双电机	永磁/同步	<b>320/400</b>	<b>610/725</b>
荣威 Marvel X	双电机/三电机	永磁/同步	137/222	410/665
腾势 500	单电机	永磁/同步	86/135	290/300
比亚迪唐	双电机	永磁/同步	290	630

数据来源：汽车之家，国泰君安证券研究

动力强劲的同时，ES6 的续航充电能力也同样出色。搭载 70kWh 的 ES6 的续航里程是 410km，仅次于腾势 500，但搭载 84kWh 的 ES6 的续航里程是 510km，超越同级对手。在快充模式下，尽管电池容量较大，ES6 的充电时间在同电池容量前提下是最快的，说明充电效率更高。

**表 6: 5 座 SUV 更得到市场认可，市场规模更大**

车型	续航里程(km)	电池容量(kWh)	电池类型	快充时间(h)	慢充时间(h)
蔚来 ES6	410/510	70/84	三元锂	0.8	10
荣威 Marvel X	370/403	52.5	三元锂	0.67	8.5
腾势 500	451	70	磷酸铁锂	1	9
唐	80	-	三元锂	-	5

数据来源：国泰君安证券研究

在全球范围内获得大量订单的特斯拉 Model 3 同样也是 ES6 的有力竞争者。从动力以及底盘用料表现上，两者各有千秋，特斯拉 Model 3 高性能版本 3.5 秒的百公里加速胜于 ES6 4.7 秒的加速成绩，但 ES6 配备了 Brembo 刹车和空气悬挂，底盘用料上更为扎实。内饰配备上，ES6 则全面碾压 Model 3。ES6 全车配备 5 块屏幕，Model 3 仅有中控一块 15 寸触控屏；ES6 全系配备 NAPPA 真皮座椅、前后座椅加热、香氛系统等舒适配置，Model 3 仅在高性能版本上配备真皮座椅和前后座椅加热；续航里程上 Model 3 优于 ES6，长续航版本 Model 3 最高续航里程能达到 664 千米，ES6 最高续航里程是 510 千米。

**表 7: 蔚来 ES6 和特斯拉 Model3 各有千秋**

车型	蔚来 ES6	特斯拉 Model 3
最高百公里加速	4.7 秒	<b>3.5 秒</b>
底盘配置	<b>Brembo 刹车</b> <b>空气悬挂</b>	原厂刹车悬挂
车身材质	<b>铝合金碳纤维车身</b>	钢铝合金车身
智能配置	<b>5 屏联动</b> <b>(11.3 寸中控屏、8.8 寸仪表盘)</b>	15 寸中控触摸屏
舒适配置	<b>标配前排座椅加热</b>	高性能版：前排座椅加热
内饰材质	<b>NAPPA 真皮内饰及座椅</b>	皮质座椅
<b>ES6 续航里程 (km)</b>		
	基准版	性能版 首发版

410 (70kWh)	430 (70kWh)	430 (70kWh)
480 (84kWh)	510 (84kWh)	510 (84kWh)
<b>特斯拉 Model3 续航里程 (km)</b>		
长续航后轮驱动	长续航四轮驱动	高性能版
664	590	595
<b>蔚来 ES6 售价 (万元)</b>		
基准版	性能版	首发版
35.8	39.8	49.8
备注: 补贴参照 2019 年具体数额		
<b>特斯拉 Model3 售价 (万元)</b>		
长续航后轮驱动	长续航四轮驱动	高性能版
43.3	49.9	56
备注: 无补贴, 购置税 3.7 万-4.7 万元		

数据来源: 汽车之家, 蔚来汽车官网, 特斯拉官网, 国泰君安证券研究

### 3. 盈利预测

我们预计公司 2019~2021 年销量分别为 2.1 万辆、2.8 万辆、3.6 万辆, 同比增速为+84%、33%、29%, 随着 2019 年 ES 6 销量的不断爬坡, 我们预计稳定后 ES 6 月均销量在 2000 台, ES 8 月销量在 500 台。随着国内新能源汽车补贴金额的下滑、2020 年补贴政策的退出, 以及 ES6 销量占比的不断提升, 我们预计公司单车销售均价将下滑 20%~30%, 预计公司 2019~2021 年收入分别为 93 亿元、107 亿元、118 亿元, 同比增速为+65%、+15%、+10%。

根据公司公告, 2018 年蔚来汽车单车亏损在 80 万元, 2019 年 Q1 约在 65.8 万元, 随着公司未来产能及销量的提升, 预计边际成本有下滑趋势。预计公司 2019~2021 年净利润分别为-103 亿元、-59 亿元、-23 亿元。

### 4. 风险提示

#### 1) 行业竞争加剧的风险

2019 年底特斯拉将在上海建厂实现国产化, 传统主机厂新能源车型的加速导入, 会带来竞品的增多, 从而影响到蔚来的销量。

#### 2) 业绩的不确定性

公司作为初创性公司, 短期内难以实现盈利, 盈亏平衡的不确定性带来现金流紧张的风险, 以及再融资的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数涨跌幅为基准。	增持	相对美国标普指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对美国标普指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对美国标普指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对美国标普指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的比较标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的美国标普指数的涨跌幅。	增持	明显强于美国标普指数
	中性	基本与美国标普指数持平
	减持	明显弱于美国标普指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		