



性能与服务优势突出，续航里程短板可补，

蔚来迎来大考

2018.12.28

刘伟浩(分析师)

电话: 020-88832824

邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517040001

- 蔚来定位纯电动汽车高端品牌，产品规划自上而下，接近每年一款新车，有序扩充产品线。首款量产车型 ES8 打响头炮，在上市头半年内预计交付达到 1 万辆，第二款量产车型 ES6 于 2018 年 12 月推出，并预计于 2019 年 6 月交付。第三款车型 ET7 预计于 2019 年 12 月发布，从而构建 SUV 与轿车两大产品类别。
- 新能源汽车处于高速增长阶段，且高端纯电动细分领域竞争较少，蔚来团队高效，快速量产，从而占得市场先机。中国新能源汽车处于快速增长阶段，其中在纯电动领域，中国销量占全球一半以上，预计未来 5 年销量 CAGR 预计为 40.8%。我们认为，纯电动市场的高端品牌较少，在 35 万-60 万价格区间，蔚来 ES8 和 ES6 的整体竞争对手较少，在保证产品质量和口碑前提下，预计公司市占率会逐步增加。
- 蔚来产品性能配置突出，相比其他国内品牌有性能优势和品牌溢价，相比特斯拉有价格优势，续航里程、软件成熟度和驾驶辅助等问题可升级改善。蔚来 ES8 性能配置高，在竞品中拥有更强性能，但在续航能力和软件成熟方面仍有短板。续航问题、NOMI 软件和自动驾驶问题可通过升级改善。ES6 的续航里程已较 ES8 明显提升，ES8 续航里程也可通过电池升级进行改善。
- 核心零部件自主生产+整车合作制造有助加快造车和交付时间，但长远需自建工厂来确保品牌质量。蔚来的生产模式为核心零部件自主生产+整车合作制造，我们认为蔚来短期通过合作和代工可加快造车及交付时间，但长期需自建工厂来确保品牌质量和提升品牌溢价能力。蔚来长期将规划自建上海工厂，预计 20 年产能将达到 10 万台，2025 年产能达 30 万台。
- 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 NIO House 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。
- 由于研发费用和三费投入大，料蔚来的亏损情况仍持续，需关注销量提升及毛利率转正。蔚来自 18 年 Q2 开始实现收入以来，Q1-3 营业收入和毛利率随着销量的增加高速增长，但由于研发费用和三费的增长速度较快，导致其 Q1-3 的净利润、ROE 和营业现金流量都为负值，且有持续下滑的趋势。我们预计蔚来在 2020 年前较难实现盈利，具体需要关注蔚来营收增长情况。对比特斯拉 2008 年财务数据发现，蔚来 2018Q3 的毛利率与特斯拉 2008 年的毛利率接近，按照特斯拉在第一款车型发布后第二年 (09 年) 时毛利率转正的趋势预计，随着蔚来的规模效应增加、现金流情况改善、电池成本下降及销量增加，蔚来在 2019 年的毛利率可转正。

谨慎推荐 (首次)

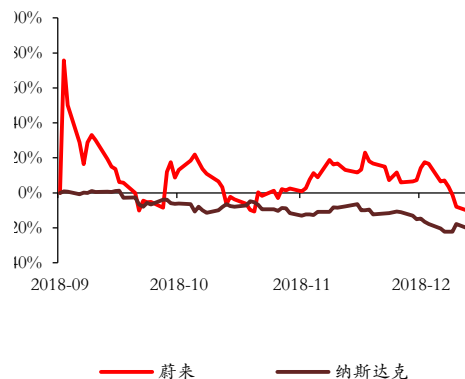
现价: 6.43

目标价: 6.83

股价空间: 7%

汽车行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
蔚来	-14.04	-7.88	-2.58
纳斯达克	-7.10	-18.23	-12.39

基本资料

总市值 (亿元)	65.97
总股本 (亿股)	10.26
流通股比例	73%
资产负债率	43.14%
大股东	李斌
大股东持股比例	14.49%

数据支持: 朱俊谦

- **盈利预测和估值:** 我们预计蔚来 2018-2020 年的收入分别是 46.6/193.3/381.9 亿元, 19-20 年的同比增速分别是 495% 和 204%。毛利率方面, 我们预计 18 年仍维持为负, 19 年开始转正, 具体 18-20 年毛利率预计为 -7%/13%/20%。净利润方面, 我们预计蔚来最快在 2021 年才会录得盈利, 18-20 年仍处于亏损状态, 18-20 年分别亏损 96/76/40 亿元。由于蔚来是初创企业, 短期内难以盈利。现阶段不适合用 PE 估值, 我们认为 PS 估值更为合适。参考特斯拉历年 PS 估值区间, 给予蔚来 2019 年营收的 2.5 倍 PS 估值, 对应市值人民币 483.25 亿元 (70.06 亿美元), 目标股价为 6.83 美元, 首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 纯电动车增速放缓; 蔚来汽车交付量不及预期; 交付时间延迟; 亏损持续不断扩大; 行业竞争加剧; 政策支持力度大幅减少。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	0	4660	19329	38192
同比(%)	N/A	N/A	314.76%	97.59%
归母净利润(百万元)	-5021	-9630	-7601	-4044
同比(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率(%)	0.00%	-7.00%	13.00%	20.00%
每股收益(元)	-112.50	-9.39	-7.41	-3.94

目录

1 蔚来四年实现从造车到上市，率先成为造车新势力头部企业.....	6
1.1 蔚来背靠强大股东背景，塑造全新高端电动车品牌.....	6
1.2 全球化研发生产布局，产品规划有序，逐年进入各个细分领域市场.....	7
2 高端 BEV 细分领域竞争较少，蔚来占得市场先机.....	9
2.1 中国 BEV 销量占全球一半以上，未来 5 年销量 CAGR 预计为 40.8%.....	9
2.2 政府出台政策利好新能源汽车行业，包括补贴、免税、没有牌照限制等.....	12
3 蔚来产品性能强配置高，续航里程和软件成熟度仍有短板，但可升级改善.....	14
3.1 ES8 性能配置媲美 ModelX，性价比明显，但续航能力和电池容量仍有提升空间.....	14
3.2 蔚来 ES6 电池和续航全面升级，充电时间缩短，性价比超过 ES8.....	19
3.3 车载人工智能系统有待进一步完善，自动辅助驾驶系统提供持续升级和解锁.....	20
3.4 续航里程短、软件成熟度低、驾驶辅助未开放，可凭借升级改善.....	21
4 蔚来核心零部件自主生产+整车合作制造模式，商业模式依靠线上 APP+线下 NIO House.....	23
4.1 蔚来 ES8 从 160 多家供应商采购，主要来自国际实力品牌.....	23
4.2 短期通过合作和代工加快造车时间，长期需自建工厂来确保品牌质量.....	25
4.3 商业模式：线上 APP+线下 NIO House，聚集用户人群，营造生活社区.....	28
5 服务方案：多项便捷化充电选择，售后服务全面.....	30
5.1 提供多项充电解决方案，为客户提供全面便捷服务.....	30
5.2 售后服务及会员权益为客户提供多项选择.....	32
6 亏损情况仍持续，短期看销量提升及毛利率转正.....	34
6.1 收入高速增长，毛利率预计 19 年转正，但亏损仍持续.....	34
6.2 研发费用和三费大幅上升，其中人工成本和租金占比最大.....	38
6.3 资本支出不断增长，未来或有更多融资需求.....	40
7 车型销量及利润表预测.....	42
8 风险提示.....	44



图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司管理层和主要股东股权及投票权 (%)	7
图表 3: 蔚来汽车全球布局规划.....	7
图表 4: 蔚来汽车车型规划.....	8
图表 5: ES8 每月交付量及环比增速 (%)	8
图表 6: ES8 季度生产量及交付量 (辆)	8
图表 7: 中国每月新能源汽车销量 (辆) 及增速 (%)	9
图表 8: 中国新能源汽车年度销量及预测 (千辆)	10
图表 9: 全球 BEV 销量分布 (千辆)	10
图表 10: 新能源汽车价格区间图.....	10
图表 11: 蔚来 ES8 对比同级电动车销量 (台)	11
图表 12: 蔚来与新能源厂商销量对比 (台)	11
图表 13: 蔚来 ES8 与比亚迪唐 DM 开始销售前三个月销量对比图 (辆)	11
图表 14: 蔚来 ES8 连续 3 月销量对比 (台)	12
图表 15: 蔚来 ES8 在中国 SUV 中的份额.....	12
图表 16: 中国新能源汽车政府补贴情况.....	12
图表 17: 中国 BEV 激励措施情况 (*R 表示新能源汽车的行驶里程)	13
图表 18: 蔚来与国内电动车参数对比.....	14
图表 19: 蔚来与同等价位豪华 SUV 车型参数对比.....	15
图表 20: 蔚来与高端豪华 SUV 车型参数对比.....	16
图表 21: 蔚来 ES8 对比其他相关车型指导价 (万元)	18
图表 22: 对比蔚来 ES8 与其他电动车型的电池电机和价格	18
图表 23: 蔚来 ES8 电池.....	19
图表 24: 特斯拉电池.....	19
图表 25: 蔚来 ES6 与 ES8 性能参数对比图	19
图表 26: 特斯拉 Model S 续航里程计算图	21
图表 27: 蔚来 ES8 续航里程计算图	21
图表 28: 蔚来车主反馈表.....	22
图表 29: 蔚来 ES8 计划功能开放时间图	22
图表 30: 争议问题及改善方案、看法.....	23
图表 31: 蔚来汽车各部件供应商情况.....	24
图表 32: 蔚来汽车对比特斯拉部件供应商.....	25
图表 33: 蔚来与其他车企的主要合作情况.....	25
图表 34: 蔚来在国内的生产布局基地.....	26
图表 35: 部分造车新势力造车资质情况.....	27
图表 36: 蔚来汽车对比其他车企的销售模式.....	28
图表 37: 蔚来汽车充电解决方面示意图.....	30
图表 38: 蔚来汽车换电流程图.....	31
图表 39: 锂电池平均价格及预测 (美元)	32
图表 40: 公有与私有充电桩数量及预测 (千个)	32
图表 41: 蔚来售后服务及会员权益.....	33



图表 42: 蔚来售后服务显示图.....	34
图表 43: 蔚来营收及净利润 (百万元)	35
图表 44: 特斯拉营收及净利润 (百万元)	35
图表 45: 蔚来与特斯拉的 ROE (%)	36
图表 46: 蔚来与特斯拉的经营活动现金流量 (百万元)	36
图表 47: 蔚来、特斯拉销售毛利率 (%)	37
图表 48: 蔚来、特斯拉销售净利率 (%)	37
图表 49: 单车收入与成本 (万元)	37
图表 50: 蔚来营收 (亿元) 及环比增长 (%)	38
图表 51: 蔚来三费及研发费用 (百万元)	38
图表 52: 蔚来三费构成 (百万元)	39
图表 53: 蔚来三费构成占比 (%)	39
图表 54: 蔚来和特斯拉研发费用 (百万元)	39
图表 55: 蔚来和特斯拉研发占收入比 (%)	39
图表 56: 蔚来研发费用构成 (亿元)	40
图表 57: 蔚来研发费用构成占收 (%)	40
图表 58: 蔚来与特斯拉的资本支出 (百万元)	40
图表 59: 蔚来与特斯拉的资产负债率 (%)	41
图表 60: 蔚来融资历程情况.....	41
图表 61: 蔚来汽车每年车型销量预测 (千辆)	42
图表 62: 特斯拉历年对应 PS	43
图表 63: 蔚来汽车利润表预测 (百万元)	43

1 蔚来四年实现从造车到上市，率先成为造车新势力头部企业

1.1 蔚来背靠强大股东背景，塑造全新高端电动车品牌

蔚来愿景为用户提供全面创新体验，早期依靠车队及发布全球最快电动汽车 EP9 打造声势，去年底首款量产车 ES8 正式接受订单，今年 9 月成功在美国上市。蔚来汽车主要业务是设计、联合制造和销售智能电动汽车，推动自动驾驶和人工智能技术的创新。蔚来的愿景是为用户提供超越期待的体验，旨在为用户提供全面、便捷、创新的计费解决方案和其他以用户为中心的服务产品。蔚来的英文品牌 NIO 取意 A NEW DAY（新的一天），表达了追求美好明天和蔚蓝天空（Blue Sky Coming），为用户创造愉悦生活方式的愿景。

回看公司发展历史，蔚来在 14 年 11 月创立，2014-2015 年先成立方程 E 车队造势，然后成立中国主体、设立全球各地中心。16 年 11 月，蔚来在伦敦发布了英文品牌“NIO”和全球最快电动汽车 EP9。同年，蔚来 EP9 创造了纽博格林北环等 4 个国际知名赛道最快圈速纪录，5 月也与江淮汽车签订合作协议。2017 年 4 月首款量产车 ES8 发布，在 12 月，蔚来首款量产车 ES8 正式接受订单。在 18 年 9 月，公司成功在纽交所上市，上市代码为 NIO.NYSE，募资约 10 亿美元。

图表 1：公司发展历程

年份	事件
2014	11 月，蔚来汽车正式诞生
2015	3 月，蔚来车队首次参加国际汽联电动方程式锦标赛
	5 月，在德国成立了 NIO GmbH
	11 月，在美国成立了 NIO USA, Inc
	12 月，公司成立 XPT Limited（香港的全资附属公司）
2016	2 月，在英国成立了 NIO Nextev（英国）有限公司
	4 月，在香港成立 NIO SPORT Limited
	5 月，蔚来汽车与江淮汽车签订了制造合作协议
	10 月，在加利福尼亚州获得了自动驾驶汽车测试许可证
2017	11 月，在伦敦萨奇画廊展出了 NIO 品牌和 EP9
	1 月，成立了 NIO Power Express Limited，并在 4 月成立 NIO Energy Investment（湖北）
	2 月，成立 NIO User Enterprise Limited，3 月成立上海 NIO 销售服务有限公司并推出了视觉车 EVE。4 月，推出了第一辆量产乘用车 ES8，并展示了 EP9 和 EVE
	11 月，在北京开设了第一家 NIO House。12 月，举办了第一届 NIO 日，并向广大观众介绍了 ES8，并开始接受 ES8 的订单
2018	4 月，成为第一批获得北京自动驾驶考试许可证的公司
	6 月量产 ES8，并完成了首次交付
	8 月，向美国证监会提交了 IPO 招股说明书文件
	9 月，于纽交所挂牌上市，上市代码为 NIO

数据来源：招股说明书，公司网站，广证恒生

蔚来汽车的前四大股东分别是李斌、腾讯、高瓴资本和 Founder vehicle，而公司的股权采用三重股权结构，A、B、C 三级普通股分别对应 1 票、4 票、8 票投票权，李斌和其关联公司 Founder vehicle 拥有 C 类股票，所以拥有最高比例的投票权占比。根据招股说明书显示，李斌和 Founder vehicle 的股权占比最高，都是 14.5%，并且拥有投票权占比 48.3%。腾讯和高瓴资本分别持股 13.4% 和 6.4%，实际投票权占比分别是 21.7% 和 2.7%。

图表 2：公司管理层和主要股东股权及投票权（%）

管理层持股	持股比%	投票权%
李斌	14.5	48.3
李丽红	1	0.4
Padmasree Warrior	1.1	0.5
主要股东	持股比%	投票权%
Founder vehicle	14.5	48.3
腾讯	13.4	21.7
Hillhouse entity	6.4	2.7

数据来源：招股说明书，Wind，广证恒生

1.2 全球化研发生产布局，产品规划有序，逐年进入各个细分领域市场

蔚来通过全球化布局，并因地制宜地侧重研发分工，整合各地资源来完善业务体系。蔚来汽车的整体业务规划分布在全球的七大城市展开，旨在通过整合全球资源，专注于研发和营销，构建完整的业务分布体系。具体来看，蔚来的布局规划中显示出给予研发方向上的侧重，比如在德国的团队会负责车型设计、车辆工程和内外饰设计；美国加州圣何塞团队专注于自动驾驶技术的研发；上海为整车量产研发中心、全球总部及用户体验中心；英国伦敦中心负责极限性能研发，包括 FE 项目的运营管理、策略及 EP9 超跑项目；北京注重软件研发，包括技术开发转让、技术咨询和服务，以及软件开发设计等。生产制造方面，工厂主要在国内，包括上海将建立工厂生产 ES6、南京负责电驱动系统制造，而合肥为公司第一工厂，代工生产 ES8 的地方。

图表 3：蔚来汽车全球布局规划

城市	项目
上海	全球总部、全球量产车研发中心；蔚来第二整车制造工厂（独立生产 ES6）
南京	电驱动系统制造基地、蔚来整车试制线
合肥	整车制造技术第一工厂（代工生产 ES8）
美国圣何塞	全球自动驾驶研发中心、北美总部
德国慕尼黑	全球造型设计中心
英国伦敦	全球极限性能研发中心（EP9）、蔚来车队（电动方程式）总部
北京	全球软件研发中心

数据来源：招股说明书，车聚网，公司网站，广证恒生

蔚来产品推出方式从上至下，接近每年推出一款车，推出后至交付约半年时间左右，随着车型逐步丰富预计公司将进入各细分市场领域。公司目前计划推出的车型一共有 4 款，分别为 EP9 超跑、ES8 七座 SUV、ES6 五座 SUV 以及 ET7 轿车。其中 ES8 已经实现交付，而 ES6 和 ET7 预计分别于 18 年 12 月和 19 年 12

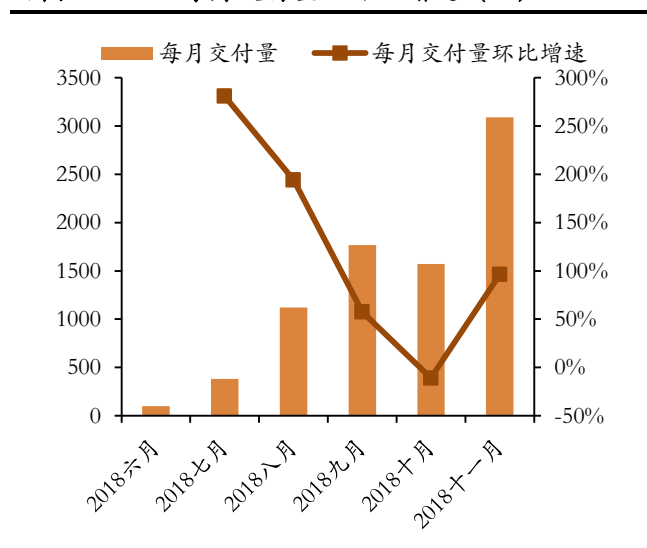
月上市销售。蔚来整体推出产品的方式是从上至下的策略，推出非量产的超跑 EP9 给创始投资人，以及全球范围来销售 10 辆来建立高端的品牌形象。随后在 17 年年底，蔚来推出首款量产车型 ES8 来累积经验，定位是中高端的中大型 7 座 SUV，售价 44.8-54.8 万元，在 18 年中开始交付。接下来蔚来在 18 年年底推出价格低于 ES8 的中型 5 座 SUVES6，ES6 的最低续航里程为 410km 但售价只要 35.8 万元，预计在 2019 年下半年交付客户。ES6 整体的外观风格与 ES8 相似，在车身长度有所缩减，功能和配置将和 ES8 类似，综合续航将达 450 公里，预计 ES6 将成为带动公司销量提升的车型。另外，蔚来计划在 2019 年年底推出首款轿车 ET7，新车将搭载四驱系统，预计于 2020 年中交付，综合续航里程为 550km。

图表 4：蔚来汽车车型规划

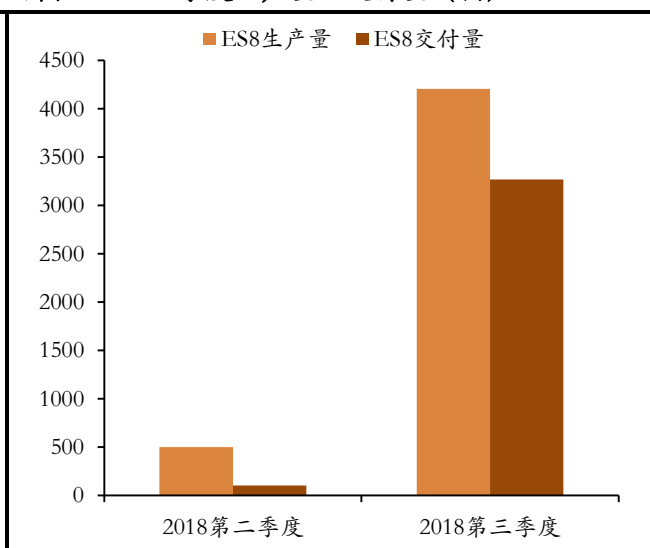
车型	上市时间	车型	续驶里程 (km)	售价
EP9	2016.11	超级跑车	427	148 万美元/限量 10 台
ES8	2017.12	中大型 SUV	355	44.8~54.8 万元
ES6	2018.12	中型 SUV (基准)	410-480	35.8~45.8 万
	2018.12	中型 SUV (性能)	430-510	39.8~44.8 万
	2018.12	中型 SUV (纪念)	430-510	49.8~54.8 万
ET7	2019.12	轿车	550	/

数据来源：汽车之家，招股说明书，广证恒生

ES8 的产销量自六月交付以来逐步上升，销量进入国内 BEV 厂商前十，预计 18 年全年交付量将超越 1 万台。ES8 的月交付量整体保持一个增长的趋势，在 18 年 6 月开始交付后，在 8 月首次销量突破千辆，而 9 月份销量环比上升 57.5% 至 1766 辆。在 10 月份交付量稍微下降至 1573 辆，主要是国内于国庆黄金周无法注册车辆所致，同时公司也在 10 月份改良了工厂生产线以准备将发布的 ES6 车型。在 11 月，ES8 交付量环比增加 96.4% 至 3089 辆，累计交付量达到 8030 辆。公司预计第四季度 ES8 交付量将从第三季度的 3268 辆提高到 6700-7000 辆，而按照目前至 12 月 15 日的销量 (9727 辆)，只要 12 月下半个月销量达到 273 辆便可达到 18 年全年总交付量为 10000 台。在国内 BEV 厂商月度销量排名中，蔚来销量排名已进入前十，2018 年 9 月、10 月都排名第九；10 月份的销量占国内 BEV 市场份额约 2%，在份额排名中排行第六。

图表 5：ES8 每月交付量及环比增速 (%)


数据来源：公司公告，招股说明书，广证恒生

图表 6：ES8 季度生产量及交付量 (辆)


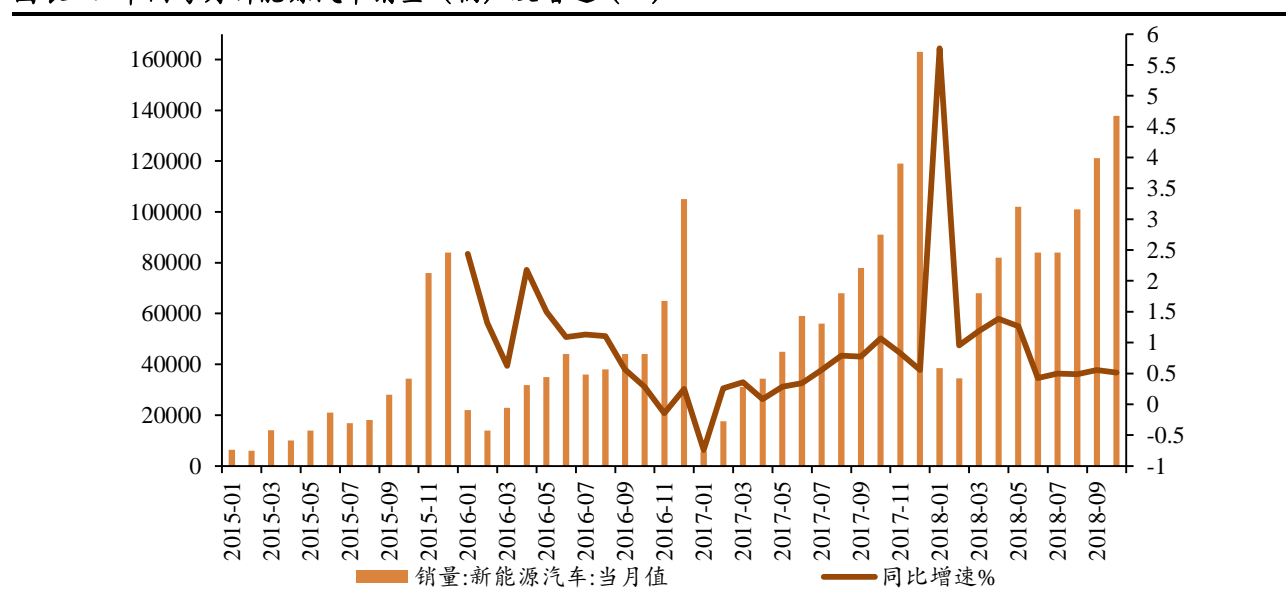
数据来源：公司公告，招股说明书，广证恒生

2 高端 BEV 细分领域竞争较少，蔚来占得市场先机

2.1 中国 BEV 销量占全球一半以上，未来 5 年销量 CAGR 预计为 40.8%

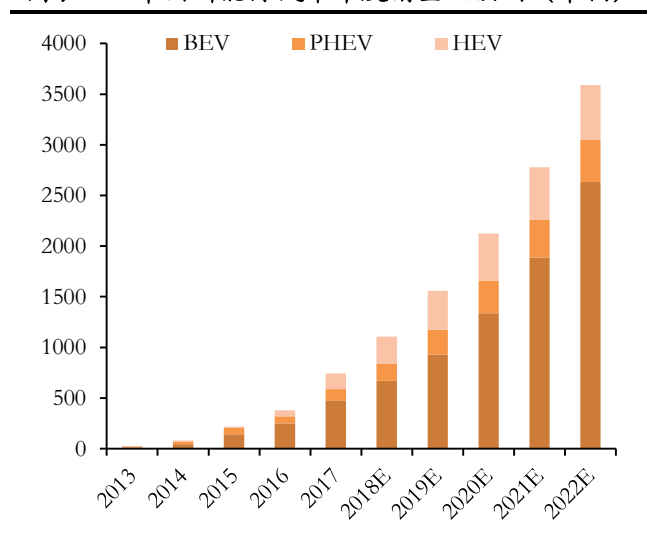
中国新能源汽车市场销量正处于快速增长阶段，今年 1-10 月份累计销量同比升 75.6% 至 85.3 万辆，预计 20 年可达到 200 万辆，17-22 年 5 年 CAGR 为 37%。中国新能源汽车销量在近年保持快速增长，2017 年新能源汽车销量同比上升 53% 至 76.8 万辆。而 2018 年 1-10 月份累计新能源汽车销量为 85.3 万辆，已超过去年全年数量，同比大幅增加 75.6%。参照月度销售数据，今年 2-5 月份新能源汽车每月销量达到翻倍增长；而最近几个月 7-10 月份，每月销量也达到约 50% 的同比增速，显示新能源汽车销量增速仍处于较高水平。根据 Frost&Sullivan 预测，中国 2020 年新能源车销量将达到 212.4 万辆，在 2022 年更有望达到 359.1 万辆，2017-2022 年的 5 年 CAGR 达到 37.1%。

图表 7：中国每月新能源汽车销量（辆）及增速（%）

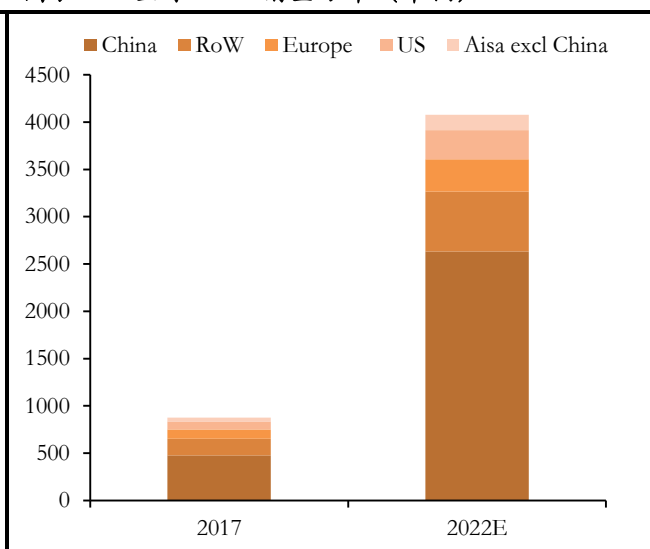


数据来源：Wind，广证恒生

BEV 销量高速增长，中国现时占全球 BEV 份额超过一半，预计 20 年可达到 133.6 万辆，17-22 年 5 年 CAGR 为 40.8%。NEV 通常包括三种类型：电池电动车辆（BEV）、混合动力电动车辆（HEV）和插电式混合动力电动车辆（PHEV）。其中，BEV 是最环保，而且是满足零排放的解决方案。在过去的五年中，BEV 实现了快速增长，从 2013 年的 1.3 万台增长到 2017 年的 47.6 万台，CAGR 为 147.9%，而全球市场同期的 CAGR 为 68.2%。中国已成为全球最大的 BEV 市场，占 2017 年全球 BEV 市场总量约 54.3%，占比超过一半以上。除了中国政府为 BEV 提供更大的激励外，随着电池技术改进和充电网络扩展，也带动了 BEV 车型在近年快速增长。根据 Frost&Sullivan，中国 2020 年 BEV 销量将达到 133.6 万辆，在 2022 年更有望达到 263.3 万辆，2017-2022 年的 5 年 CAGR 达到 40.8%。

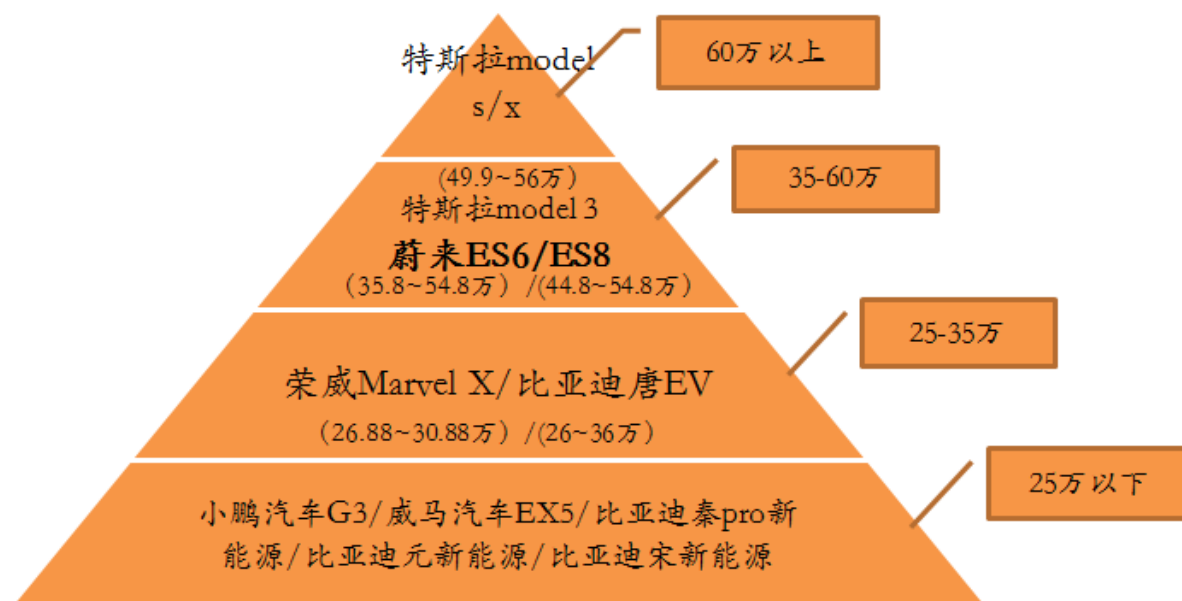
图表 8: 中国新能源汽车年度销量及预测 (千辆)


数据来源: Frost&Sullivan, 广证恒生

图表 9: 全球 BEV 销量分布 (千辆)


数据来源: Frost&Sullivan, 广证恒生

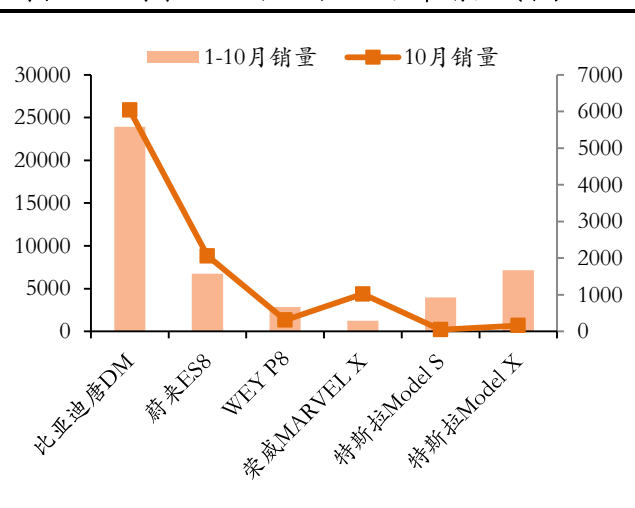
蔚来所处的高端 BEV 细分领域竞争较小。蔚来 ES8 的定价为 44.8 万-54.8 万,ES6 的定价为 35.8 万-54.8 万, 总体定价区间处于 35-60 万元之间, 属于造车新势力中的高端品牌, 在此区间中还有特斯拉, 特斯拉 model 3 定价为 49.9-56 万, 但特斯拉的 model s 和 model x 定价为 74.23-109.10 万和 79.68-118.93 万, 价格都超过了 60 万, 是新能源汽车中的超级豪华车。目前市场上的新能源汽车除了特斯拉和蔚来汽车之外, 其他的新能源汽车的定价普遍处于 35 万以下。其中荣威 Marvel X 和比亚迪唐 EV 的定价稍高一些, 分别为 26.88-30.88 万和 23.99-36 万。其他大部分的国产新能源汽车例如小鹏汽车 G3 以及威马汽车 EX5 等的定价都位于 25 万以下。综合看来, 蔚来汽车在定价为 35-60 万之间的车型之间的竞争对手较少, 在高端 BEV 细分竞争领域中具有性价比优势。

图表 10: 新能源汽车价格区间图


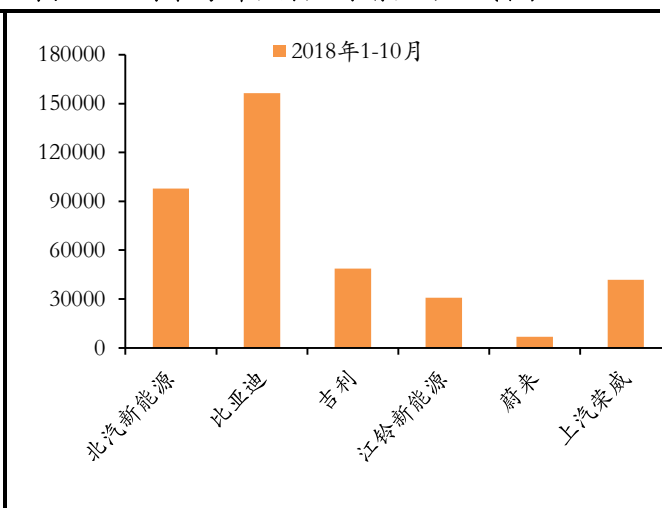
数据来源: 汽车之家, 广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

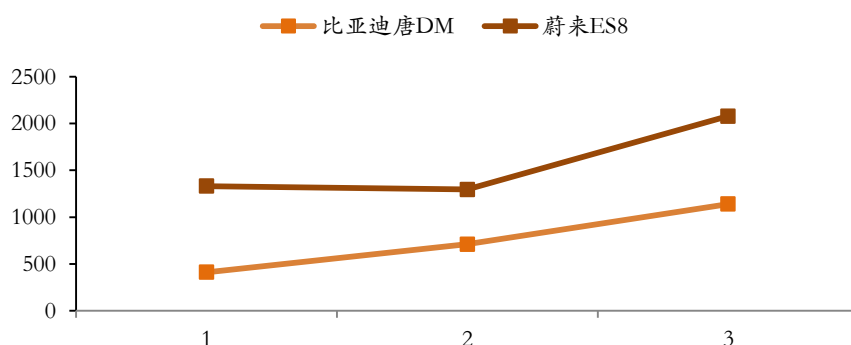
中国新能源汽车市场竞争激烈，北汽新能源、比亚迪、吉利和上汽等厂商占有大部分的销售份额，其中比亚迪的唐DM成为新能源汽车爆款。对比比亚迪唐、蔚来ES8、WEY P8、荣威Marvel X和特斯拉1-10月的累计销量，比亚迪唐DM以23934辆的销量遥遥领先，特斯拉X和蔚来ES8的差距不是很大，分别为7163和6766辆。从10月份单月的销量来看，相对于比亚迪唐DM10月的6037台销量，蔚来2060台的销量显得略微较少，特斯拉的两款车在10月的销售只有50和161台，占据的份额就更少，不同车型之间的销量差距较大。说明目前国内的消费力主要集中在平价的大众型新能源汽车，市场容易形成爆款车型。蔚来ES8和比亚迪唐DM销量差距大的主要原因是因为蔚来ES8是18年6月开始销售，而比亚迪唐DM是从15年6月就开始销售的，比亚迪唐DM由于销售时间长，所以占有更多的市场份额，而且比亚迪唐DM的价格比蔚来更低，对大众更具有吸引力。通过对比比亚迪唐DM2015年6月-8月和蔚来ES82018年7月-9月他们分别自开始销售起前三个月的销量，也能看出蔚来自开始销售以来的前三个月销量分别为1331辆、1296辆和2079辆，超过了15年比亚迪自开始销售的前三个月销量：412辆、719辆和1140辆，且保持一个增长的态势。若ES8在明年市场竞争激烈下销量能维持此增速，有望成为爆款车型。而且ES6推出后其性能和价格都比ES8更有吸引力，或有力成为超越ES8的新一代爆款车型。对比蔚来与国内主要车企的新能源车销量，目前占据新能源车市场份额最多的还是北汽、比亚迪、吉利和上汽这四家传统的车企，蔚来上市时间较短截止10月末，总销量为6766台，而比亚迪的截止10月末的18年销量已达15.6万台，差距较大。

图表 11：蔚来ES8对比同级电动车销量（台）


数据来源：515汽车排行榜，广证恒生

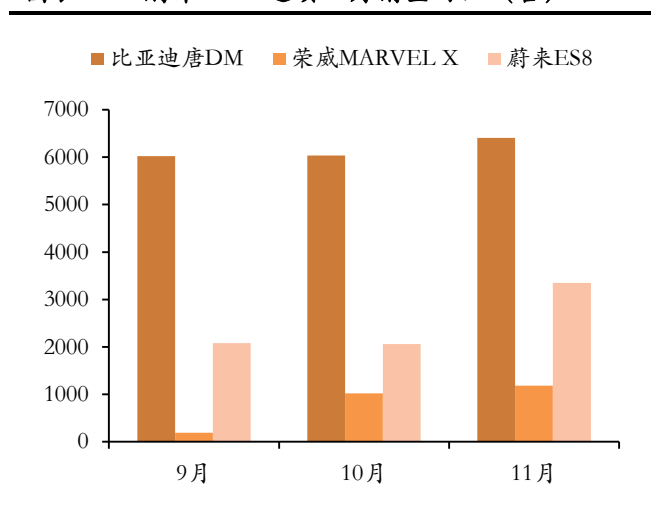
图表 12：蔚来与新能源厂商销量对比（台）


数据来源：515汽车排行榜，第一电动，广证恒生

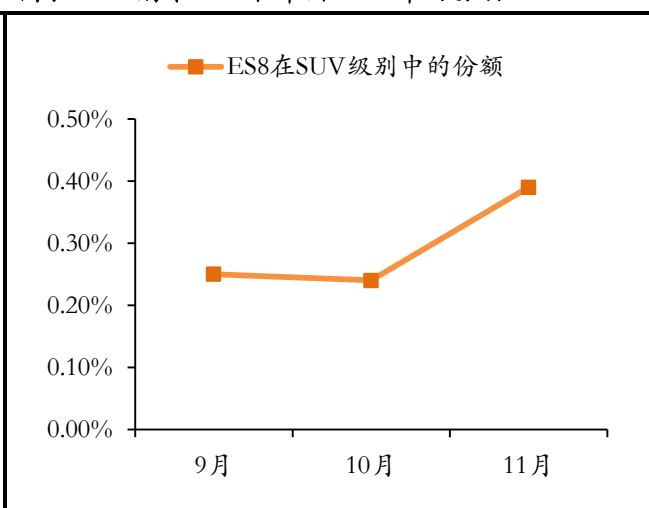
图表 13：蔚来ES8与比亚迪唐DM开始销售前三个月销量对比图（辆）


数据来源：车主之家，广证恒生

蔚来 ES8 6 月开始交付，销量处于上升阶段，在 SUV 中的市场份额也呈现上升趋势，市场影响力增加。比亚迪唐 DM 的销量在 9-11 月分别为 6019、6037 和 6405 台，11 月环比增速为 6.1%，基本维持稳定，且有一个缓慢增长的态势。而 18 年才开始销售的荣威 Marvel X 和蔚来 ES8 最近 3 个月的销量分别为 193/1022/1185 台和 2079/2060/3379 台，11 月环比增速为 15.9% 和 62.5%，增长速度较快。且蔚来 ES8 在中国 SUV 中的市场份额也从 9 月份的 0.25% 上升到 11 月的 0.39%，同比增长 56%，增长较快。

图表 14: 蔚来 ES8 连续 3 月销量对比 (台)


数据来源：搜狐汽车，广证恒生

图表 15: 蔚来 ES8 在中国 SUV 中的份额


数据来源：搜狐汽车，广证恒生

2.2 政府出台政策利好新能源汽车行业，包括补贴、免税、没有牌照限制等

政府对新能源汽车购买者给予补贴。2015 年 4 月，财政部、科技部、工业和信息化部，国家发改委联合发布“关于促进和应用新能源汽车金融支持政策的通知”，购买新能源汽车的人在工业和信息化部推荐和应用推荐新能源汽车型目录中购买指定新能源汽车才可获得补贴。购买者可以通过支付原始价格减去补贴金额的方式从卖方购买新能源汽车，然后卖方可以在将这种新能源汽车出售给购买者之后从政府获得补贴金额。财务支持通告还提供了提供补贴的初步淘汰时间表。2016 年 12 月，财政部，科技部，工信部和国家发改委联合发布“关于调整新能源汽车促进和应用补贴政策的通知”，将地方补贴限制在国家补贴金额的 50%。

图表 16: 中国新能源汽车政府补贴情况

新能源车的政府补贴								
	北京	上海	广州	深圳	成都	南京	杭州	武汉
对 ICE 车辆购买的限制	✓	✓	✓	✓			✓	
新能源汽车车牌数量	60000							

对新能源汽车的补贴和优惠政策	所有新能源汽车都有特定的牌照,没有交通限制	公共充电设施的补贴和优惠电费	2018-2020年公共充电设施的建设和优惠电费补贴	公共充电设施合格运营商的建设和成本补贴	公共和自用充电设施的补贴和优惠电费	N/A	公共充电设施补贴占2017年和2018年总投资的25%	采用NEV充电设施的优惠电费,高峰时间费率和非高峰时间费率
关于对新能源汽车实施限制的有利政策	对BEV没有限制。ICE车辆, PHEV和HEV在工作日受到车牌最后一位的限制	对新能源汽车没有限制。非本地ICE车辆不得在工作日上午7点至下午3点以及晚上8点通过主要高架桥	对新能源汽车没有限制。非本地ICE车辆连续四天不得在市中心开车,并且应在再次进入市中心前等待四天	非本地ICE卡车在工作日上午7点至10点以及下午3点至晚上8点不得进入市区。对非本地新能源汽车没有限制	对新能源汽车没有限制。ICE车辆不允许在工作日上午7:30至晚上8点在市中心驾驶车牌的最后一位数字	对新能源汽车没有限制。非本地ICE轻型车辆不允许穿过长江隧道	对新能源汽车没有限制。ICE车辆受工作日上午7点至上午9点以及下午4点30分至下午6点30分的车牌最后一位数限制	对新能源汽车没有限制。每天早上7点到晚上10点,ICE车辆被指定的桥梁和隧道限制在汽车牌照的奇数/偶数

数据来源:招股说明书,广证恒生

全国各大城市地方政府也给予新能源汽车购买者地方补贴。财政部、科技部、工信部和国家发改委于2018年2月联合颁布“关于调整和完善促进新能源汽车应用补贴政策的通知”,整体提高了现有国家对新能源汽车购买者的补贴标准。相关法规发布后,包括上海,北京,广州,深圳,成都,南京,杭州和武汉在内的一些地方政府已经颁布了对新能源购买者的地方补贴政策。例如,2018年1月,上海市发展和改革委员会与其他六个地方当局联合发布了“鼓励在上海购买和使用新能源汽车实施细则”根据该地方政府,地方政府可以向合格的纯电动乘用车购买者提供相当于国家补贴金额50%的地方补贴。

图表 17: 中国 BEV 激励措施情况 (* R 表示新能源汽车的行驶里程)

BEV 的激励措施包括国家补贴和当地补贴	
150km < R < 200km:	国家补贴 15,000 元
200km < R < 250km:	国家补贴 24,000 元
250km < R < 300km:	国家补贴 34,000 元
300km < R < 400km:	国家补贴 45,000 元
R > 400 公里:	50,000 元国家补贴
地方补贴 < 0.5 国家补贴	

数据来源:招股说明书,广证恒生

购买新能源汽车可免征车辆购置税和车船税。2017年12月,财政部、国家税务总局或国家税务总局、工信部和社会变革管理局联合发布了“关于新能源汽车免征车辆购置税的公告”和“关于免征车辆购置税的公告”。从2018年1月1日起至2020年12月31日,对于购买符合“车辆购置税免征新能源汽车型目录”的合格新能源汽车,不征收适用于ICE车辆的车辆购置税。该公告规定,免征车辆购置税的政策也适用于2017

年 12 月 31 日之前添加到目录中的新能源汽车。蔚来 ES8 已于 2017 年 12 月 19 日进入到目录（第 15 批），凡是 ES8 的购买者都可享受相关免税。另外 2015 年 5 月 7 日，国家税务总局和工信部颁布，明确了纯电动乘用车不收车船税。

新能源汽车牌照没有限制，较传统 ICE（内燃机）车辆容易获得。为了控制道路上的机动车辆数量，某些地方政府在近年已开始对车辆牌照的发放进行了限制。这些限制通常不适用于新能源汽车牌照的发行，所以新能源汽车的购买者更容易获得汽车牌照。例如，根据“上海鼓励购买和使用新能源汽车实施办法”，地方当局将向合格的新能源汽车购买者发放新的汽车牌照，而无需合格的购买者进行某些车牌招标程序和与 ICE（内燃机）车辆的购买者相比，支付车牌购买费。

政府出台有关电动汽车充电基础设施激励的政策。2016 年 1 月，财政部，科技部，工业和信息化部，国家发改委和国家能源局联合颁布了“关于新建充电基础设施激励政策的通知”。加强“十三五”期间新能源汽车的推广和应用，于 2016 年 1 月 1 日生效。根据该通知，中央财政部门预计将向某些地方政府提供资金和补贴，用于充电设施和其他相关充电基础设施的建设和运营。有地方政府也对充电基础设施的建设和运营实施了激励政策。例如，根据“鼓励在上海发展电动汽车充电基础设施的支持措施”，某些非自用充电基础设施的建设者可能有资格获得高达其投资成本 30% 的补贴。

3 蔚来产品性能强配置高，续航里程和软件成熟度仍有短板，但可升级改善

3.1 ES8 性能配置媲美 Model X，性价比明显，但续航能力和电池容量仍有提升空间

蔚来 ES8 定位高端电动车，续航能力和充电时间是弱势，综合价格和性能都高于国内电动车。国内主打的电动汽车价格普遍在 35 万元以内，例如：荣威 Marvel X 全驱版的价格是 30.88 万元、比亚迪唐 EV 的价格是 26-36 万元、小鹏汽车 G3 的价格是 22.78 万元。少量车型价格甚至在 20 万元以下，例如威马汽车 EX5 的价格只有 18.665 万元。相对于国内主打的低端电动车，蔚来 ES8 基准版的价格 44.8 万元明显不在一个在竞争范围，定位的是高端电动车。从性能参数上看，蔚来 ES8 的续航能力 355km 低于比亚迪唐 EV 的 500km 和荣威 Marvel X 的 370km，高于威马汽车的 100km，续航里程仍旧是弱势。蔚来 ES8 的快充时间为 1.1 小时，慢充时间为 10 小时，不仅比威马 EX5 和小鹏 G3 这两款续航里程较差的车型充电时间长，而且比续航里程较长的荣威 Marvel X 的 0.67/8.5 小时还要长，充电效率有待提高。除了续航里程和充电时间存在瑕疵之外，蔚来 ES8 的其他所有的指标（电池容量、快充百分比、功率、扭矩、最高速度、加速时间）都要远远优于这些国内电动汽车。

图表 18：蔚来与国内电动车参数对比

	威马汽车 EX5	小鹏汽车 G3	比亚迪唐 EV	荣威 Marvel X 全驱版	蔚来 ES8 基准版
厂商指导价(元)	18.655 万	22.78 万	26-36 万	30.88 万	44.80 万
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
上市时间	2018.04	2018.12	2018.06	2018.08	2017.12

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

工信部纯电续航里程(km)	300	351	500	370	355
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池容量(kWh)	45.99	47.1	-	52.5	70
快充时间(小时)	0.5	0.62	-	0.67	1.1
慢充时间(小时)	7.5	8.4	-	8.5	10
快充电量百分比	80	80	-	80	100
最大功率(kW)	160	145	180	222	480
最大扭矩(N m)	315	300	330	665	840
长*宽*高(mm)	4585*1835*1672	4450*1820*1600	4870*1950*1725	4678*1919*1618	5022*1962*1756
车身结构	5门5座SUV	5门5座SUV	5门5座/7座SUV	5门5座SUV	5门7座SUV
最高车速(km/h)	-	170	-	170	200
官方0-100km/h加速(s)	8.5	8.4	4.4	4.8	4.37
实测0-100km/h加速(s)			-	4.8	4.04
电动机总功率(kw)	160	145	290	222	480
电动机总扭矩(N m)	315	300	630	665	840

数据来源：汽车之家，广证恒生

对比同等价格豪华车，蔚来ES8的最高车速只有200km/h，仍有差距，但加速时间短、功率扭矩优越、空间大，综合性价比极高。通过对比价格同样处于45万左右的豪华车型发现：蔚来ES8的最高车速为200km/h，略低于奔驰E200和宝马X32018款xDrive28i的235km/h和225km/h，但其最大功率480kw和最大扭矩840N.m要远优于奔驰E200、宝马X32018款xDrive28i和一汽-大众奥迪(40 e-tron)。而且蔚来ES8的官方0-100km/h加速时间只需要4.37秒，比奔驰E200、宝马X32018款xDrive28i这两款传统燃油车的8.6秒和7.6秒快了3秒多，给用户带来了极致的加速体验。除此之外，蔚来的车身结构为7座SUV，长*宽*高达到了5022*1962*1756mm，比奔驰E200(5065*1860*1476mm)、宝马X32018款xDrive28i(4717*1891*1689mm)和一汽-大众奥迪(40 e-tron)的5036*1874*1480mm都要更大更宽敞，相对于其他三款同等价位的5座车型，更加适合全家出行，极具高性价比。

图表 19：蔚来与同等价位豪华SUV车型参数对比

	奔驰 E200	宝马 X32018 款 xDrive28i	蔚来ES8 基准版	一汽-大众奥迪 (40 e-tron)
厂商指导价(元)	43.58 万	43.98 万	44.80 万	45.48 万
级别	中大型车	中型 SUV	中大型 SUV	中大型车
能源类型	汽油	汽油	纯电动	插电式混合动力
上市时间	2018.09	2018.07	2017.12	2017.12
工信部纯电续航里程(km)	-		355	50
电池类型	-		三元锂电池	三元锂电池
电池容量(kWh)	-		70	14.1
快充时间(小时)	-		1.1	2.3
慢充时间(小时)	-		10	8.5
快充电量百分比	-		100	-
最大功率(kW)	135	165	480	180
最大扭矩(N m)	300	310	840	500

发动机	2.0T184 马力 L4	2.0T224 马力 L4	-	2.0T211 马力 L4
长*宽*高(mm)	5065*1860*1476	4717*1891*1689	5022*1962*1756	5036*1874*1480
车身结构	4 门 5 座三厢车	5 门 5 座 SUV	5 门 7 座 SUV	4 门 5 座三厢车
最高车速(km/h)	235	225	200	-
官方 0-100km/h 加速(s)	8.6	7.6	4.37	-
实测 0-100km/h 加速(s)	-	-	4.04	-
电动机总功率 (kw)	-	-	480	100
电动机总扭矩(N m)	-	-	840	-

数据来源：汽车之家、广证恒生

ES8 功率、扭矩媲美高端豪华车,但续航能力、最高速度和电池容量仍有提升空间。对比特斯拉 ModelX、和 ES8 的具体参数,蔚来的车型尺寸、续航能力、最高速度、电池容量和充电时间上仍有差距,但其加速时间和功率扭矩优势相对突出,对比其他高端豪华车型也是领先位置的。ES8 的续航能力为 355km,低于 Model X100D 的 552km,且 Model X100D 的最高速度和电池容量分别是 250km/h 和 100kWh,高于蔚来的 200km/h 和 75kWh。但 ES8 具有 0 至 100km/h 的最快加速时间,只需要 4.4 秒,高于 Model X100D 的 4.9 秒和其他车型。另外 ES8 的最高速度只能达到 200km/h,相对于宝马 540i、宝马 X52019 款 xDrive40i 和特斯拉 Modle-X 100D 的 250 左右 km/h,还有较大差距。

图表 20: 蔚来与高端豪华 SUV 车型参数对比

	蔚来ES8 基准版	宝马 540i	沃尔沃XC90 T5	宝马 X52019 款 xDrive40i	特斯拉 Modle-X 100D
厂商指导价(元)	44.80 万	60.99 万	66.28 万	77.99 万	95.25 万
级别	中大型 SUV	中大型车	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV
能源类型	纯电动	汽油	汽油	汽油	纯电动
上市时间	2017.12	2018.12	2018.09	2018.12	2017.01
工信部纯电续航里程(km)	355	-	-	-	552
电池类型	三元锂电池	-	-	-	三元锂电池
电池容量(kWh)	70	-	-	-	100
快充时间(小时)	1.1	-	-	-	1.33
慢充时间(小时)	10	-	-	-	10.5
快充电量百分比	100	-	-	-	-
最大功率(kW)	480	250	187	250	386
最大扭矩(N m)	840	450	350	450	-
发动机	-	3.0T340 马力 L6	2.0T254 马力 L4	3.0T340 马力 L6	-

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

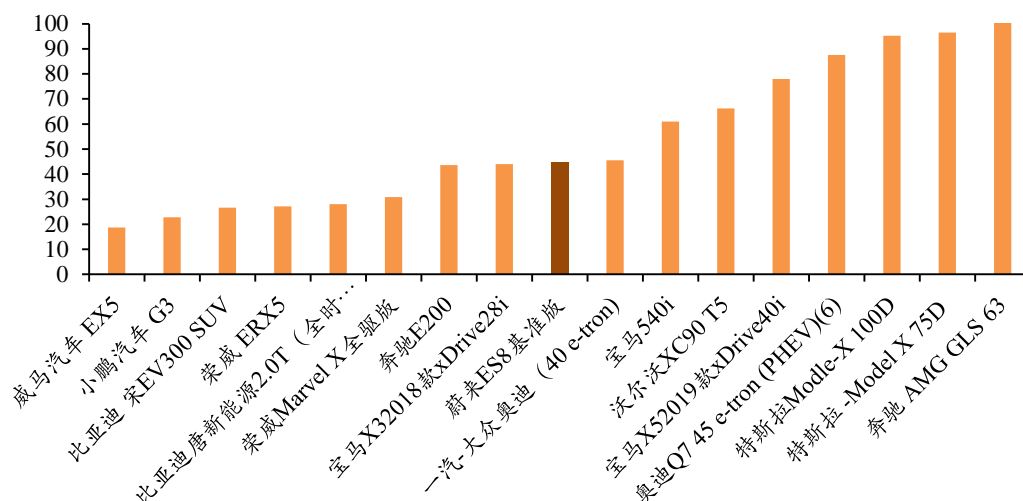
长 * 宽 * 高 (mm)	5022*1962*1756	4954*1868*1489	4950*1958*1776	4930*2004*1776	5037*2070*1684
车身结构	5 门 7 座 SUV	4 门 5 座三厢车	5 门 7 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
最高车速 (km/h)	200	250	210	243	250
官方 0-100km/h 加速(s)	4.37	5.1	7.9	5.5	4.9
实测 0-100km/h 加速(s)	4.04	-	-	-	4.85
实测 100-0km/h 制动(m)	37.3	-	-	-	36.96
电动机总功率 (kw)	480	-	-	-	386
电动机总扭矩(N m)	840	-	-	-	-

数据来源：汽车之家，广证恒生

ES8 定位高端电动车，续航能力、充电时间和最高速度是弱势，但最快加速时间、马力和功率扭矩领先，达到对手中最佳性能。对比蔚来 ES8 与其他中国 BEV SUV 类车型，包括进口高端车型，而目前高端 BEV SUV 类别的竞争主要集中于少数参与者，包括特斯拉和蔚来，本地车型则主要瞄准价格较低的大众市场。目前 ES8 的最大功率和最大扭矩极具优势，不仅在同等价位的车型中表现优秀，甚至超过了价位在 60 万以上的高端豪华车比如特斯拉 ModelX。但 ES8 的续航能力较弱，不仅远低于特斯拉 ModelX，而且也低于价格更低的荣威 Marvel X，急需改善。ES8 的充电时间也要低于国内价格较低的新能源汽车，有较大提升空间。除此之外，ES8 的最高速度只有 200km/h 与高端豪华车特斯拉 Model X 100D 的 250km/h 还有一定的差距。

蔚来价格定位高端电动车、中端豪华车，加上关税、购置税的免除以及政府补贴优惠，对比其他同级车型具有明显的价格优势。下面列出了 ES8，国内电动车威马 EX5、小鹏汽车 G3、荣威 Marvel X 和比亚迪唐、宋等，中端豪华车奔驰 E200、宝马 X3 等以及高端豪华车特斯拉 Model X，奥迪 Q7 45 e-tron 和梅赛德斯 - 奔驰 AMG GLS 63 的价格比较。国内的电动车价格普遍在 30 万以下，其中威马 EX5 的价格只有 18.6 万，而蔚来 ES8 以 44.8 万元的价格主打的是高端电动车的市场。蔚来 ES8 的指导价 44.8 万元，对比宝马 X3 的价格 44 万和奔驰 E200 的价格 43.6 万元，ES8 的价格基本持平但又大幅低于奥迪 Q79(87.5 万)和特斯拉 Model X 75D (96.5 万元)，基本处于一个中端豪华车的价位。但事实上 ES8 的功率和扭矩已经超过奥迪 Q79 和特斯拉 Model X 75D。因此从消费者角度，购买一辆 ES8 的总成本（在扣除补贴后）为 37 万元左右，远低于特斯拉 Model X75D（购买税）的 105 万元和奥迪 Q745 etron 的 87 万元，有明显的价格优势，极具性价比。

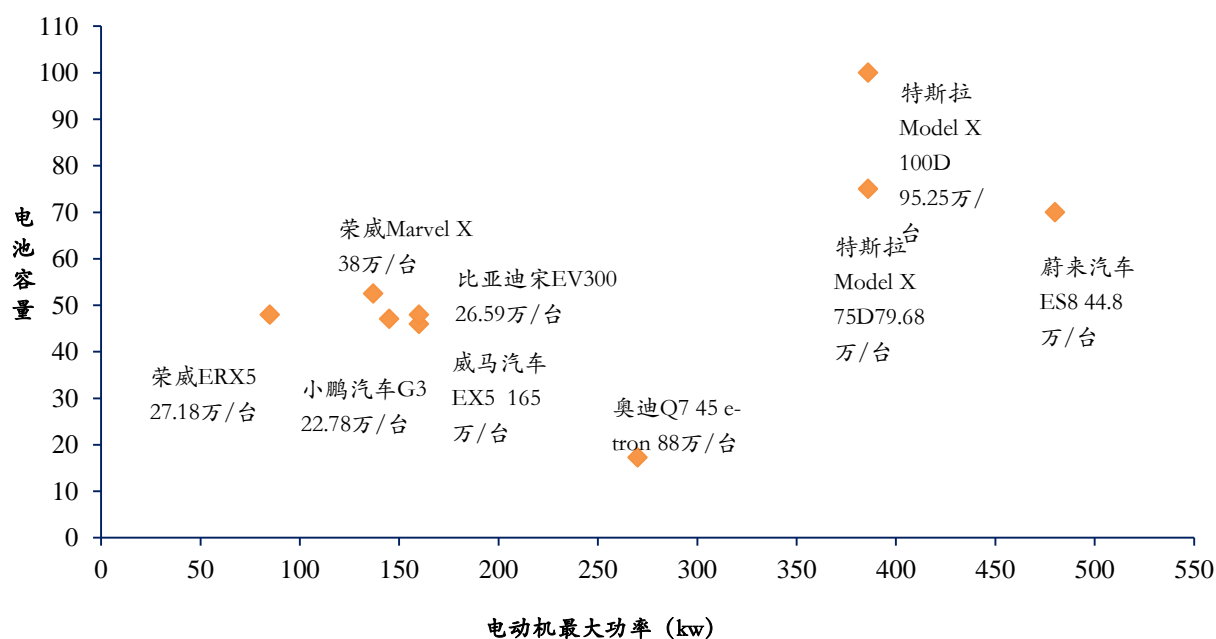
图表 21: 蔚来 ES8 对比其他相关车型指导价 (万元)



数据来源: Frost & Sullivan, 汽车之家, 公司官网, 广证恒生

蔚来 ES8 的锂电池使用 CATL 的方壳电芯, 总电量为 70kWh, 而双电机驱动实现电动全时四驱, 提供 480kW 的最大功率, 以及 840Nm 的最大扭矩。ES8 的电机是国内首个采用铜转子技术的异步感应电机, 铜转子的导热性相比铝转子高出了 40%, 有效提升了转子效率并减少损耗。特斯拉方面, Model X 75-100D 的电池组为 75-100kWh, 其电池技术为特斯拉独占, 使用的松下 18650 圆柱形电池组成的锂电池组, 电动机提供 386kW 的最大功率。整体来看, ES8 的配置和性能 ES8 可以媲美 Model X, 也高于其他国内相关品牌, 价格仅为 Model X 的一半, 性价比非常明显。

图表 22: 对比蔚来 ES8 与其他电动车型的电池电机和价格



数据来源: Frost & Sullivan, 汽车之家, 公司官网, 广证恒生

图表 23: 蔚来 ES8 电池


数据来源: 搜狐汽车, 广证恒生

图表 24: 特斯拉电池


数据来源: 搜狐汽车, 广证恒生

3.2 蔚来 ES6 电池和续航全面升级, 充电时间缩短, 性价比超过 ES8

蔚来 ES6 在电池、续航里程、充电能力和价格上比 ES8 性价比高, 更具吸引力。今年 12 月蔚来推出了继 ES8 之后的一款更具性价比的车型 ES6, ES6 的售价在 35.8-54.8 万元之间比 ES8 便宜了近 10 万元。售价下降的 ES6 虽然功率和扭矩较 ES8 的 480kw 和 840N.m 略微有所下降, 功率为 320/400kw, 扭矩为 610/725N.m, 但也远超其他新能源汽车。而且 ES6 的电池有 70kwh 和 84kwh 的两种, 较 ES8 的 70kwh 的电池进行了再次升级。加之 ES6 的车身结构是 5 座的 SUV, 长宽高为 4850*1965*1758mm, 轴距为 2900mm, 比长宽高为 5022*1962*1756mm、轴距为 3010mm 的 7 座 ES8 要更加轻盈、灵巧, 所以续航里程也就有所提高。新推出的 ES6 的续航里程有 410km、430km、480km 和 510km 这四档, 比 ES8 的 355km 续航里程有了极大的提升, 直接改善了 ES8 续航能力弱的问题。除此之外, ES6 的慢充时间分为 10 和 12 小时两档, 没有减少慢充时间, 但快充时间从 ES8 的 1.1 小时缩短为 0.8 小时, 使充电更为快速。综合来看 ES6 整体的性价比要远超 ES8。

图表 25: 蔚来 ES6 与 ES8 性能参数对比图

	蔚来 ES6	蔚来 ES8
级别	中型 SUV	中大型 SUV
厂商指导价格	35.8-54.8 万	44.8-54.8 万
能源类型	纯电动	纯电动
上市时间	2018.12	2017.12
工信部纯电续航里程 (km)	410-510	355
快充时间(小时)	0.8	1.1
慢充时间(小时)	10/12	10
快充电量百分比	80	100
电池容量(kWh)	70/84	70
最大功率(kW)	320/400	480

最大扭矩(N m)	610/725	840
长*宽*高(mm)	4850*1965*1734	5022*1962*1756
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 7 座 SUV
最高车速(km/h)	200	200
官方 0-100km/h 加速(s)	4.7/5.6	4.37
轴距(mm)	2900	3010
前轮距(mm)	1668	1668
后轮距(mm)	1672	1672
行李厢容积(L)	584-1433	312-1863
电动机总功率(kW)	400	480
电动机总扭矩(N m)	725	840
前电动机最大功率(kW)	160	240
前电动机最大扭矩 (N m)	-	420
后电动机最大功率(kW)	240	240
后电动机最大扭矩 (N m)	-	420

数据来源：汽车之家，广证恒生

3.3 车载人工智能系统有待进一步完善，自动辅助驾驶系统提供持续升级和解锁

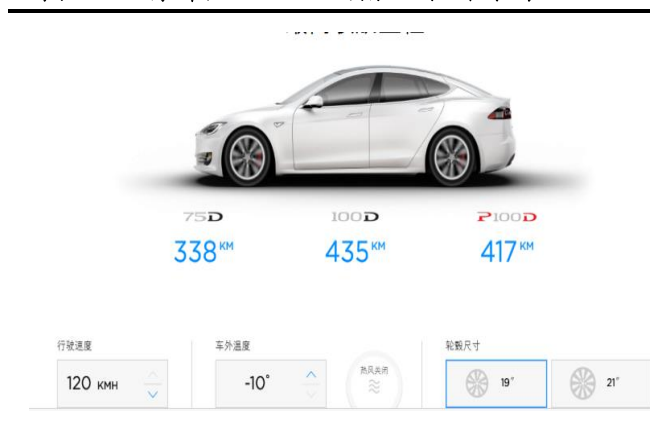
蔚来的 NOMI 是全球首个车载人工智能系统，主要基于车载计算能力和云计算平台，利用语音交互系统和智能情感引擎，形成新的人车交互方式。NOMI 可以持续学习用户的习惯、兴趣，并根据不同场景满足不同用户的个性化需求。具体看相关的功能方面，NOMI 可以随时聆听，交谈，用户可以使用快捷方式和语音控制打电话，播放音乐和控制系统，包括导航、空调、打开和关闭窗户、气候控制、控制座椅按摩功能、操作车载媒体和控制车载摄像头（包括拍照）等。

NOMI 贵为全球首个车载人工智能系统，但报道指蔚来 ES8 在系统方面还存在一些问题，例如 NOMI 偶尔出现掉线，比如门把手无法弹出、空气悬架无法自动升降、无法控制收音机等。我们认为需要进一步留意蔚来的车载人工智能系统能否达到一定的客户满意程度，完善现时的问题以提升整个车载人工智能系统。

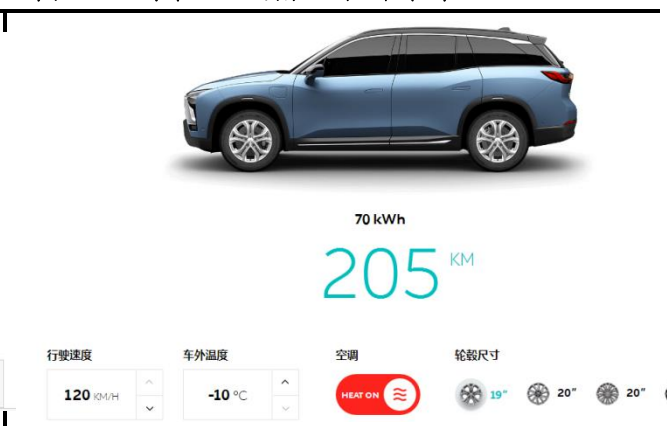
NIO Pilot 提供多项功能，采用最新的 Mobileye EyeQ4 芯片，并可通过软件更新进行升级和解锁。ES8 搭载了自动辅助驾驶系统 NIO Pilot。与特斯拉的方案一致，NIO Pilot 采用了雷达+摄像头的 360 度感知方案。ES8 的辅助驾驶系统搭载 1 个三目前向摄像头、4 个环视摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器和 1 个驾驶状态检测摄像头。芯片方面，采用了最新的 Mobileye EyeQ4（前特斯拉自动驾驶方案供应商），配备高性能智能网关 LION，可以为汽车软件系统提供持续学习和快速升级的能力。该芯片处理能力为今年 7 月奥迪新一代 A8 车型（拥有 Level 3 级自动驾驶功能）搭载的 Mobileye EyeQ3 的 8 倍，使得 NIO Pilot 的响应速度能够做到 20 毫秒，比人类驾驶员快十几倍。

与这个级别的自动驾驶方案类似，ES8 也没有使用激光雷达（LiDAR）。NIO Pilot 核心实现能力约 24 项，为 Level 2 级别自动驾驶，其中自适应巡航、高速自动辅助驾驶、拥堵自动驾驶、道路自动保持、倒车辅助、自动泊车、车辆主动召唤、疲劳预警等均可实现。ES8 所有自动辅助驾驶硬件均一步到位，未来可以通过 OTA（空中升级）的软件更新的方式进行升级和解锁，从而来应对更多复杂的路况。

3.4 续航里程短、软件成熟度低、驾驶辅助未开放，可凭借升级改善

图表 26：特斯拉 Model S 续航里程计算图


数据来源：官网，广证恒生

图表 27：蔚来 ES8 续航里程计算图


数据来源：官网，广证恒生

蔚来续航能力随车辆配置、电池使用时长和状况、驾驶习惯和操作、环境和气候状况等因素的影响而有所不同，续航能力仍有待提高。蔚来 ES8 官方宣称 NEDC 综合续航里程可达 355 公里，但很多车主实际体验的续航里程却在 200 公里左右，这之间的差别主要是由于车主的驾驶习惯、车速、室外温度以及是否开空调等因素导致的。蔚来 ES8 的官网上针对高速、高温、空调全开状态，有专门的“里程计算器”计算续航里程。按照 120km/h 的行驶速度在-10 度的北方，空调全开的情况下，计算出的里程数确实只有 206km，和车主们的体验一致，但由于用户在预定或购买 ES8 车型时，蔚来销售人员不会主动告知蔚来官网“里程计算器”功能，所以部分车主并不知道 ES8 的续航能力随车辆配置、电池使用时长和状况、驾驶习惯和操作、环境和气候状况等因素的影响而有所不同，也就有了 ES8 名不符实的看法。对比特斯拉 Model S75D，特斯拉官方宣称综合续航里程可达 469km，但是在其官网设置的里程计算表里按照 120km/h 的行驶速度在-10 度的北方，空调全开的情况下，计算出的里程数也只有 302km，这说明实际使用时的续航里程与官方宣称的综合里程数存在差异是普遍存在的现象。再和特斯拉早期在 12 年推出的 Model S（60-kWh 版）对比，这款车的最高行驶里程数是 200 英里换算成公里（1 英里(mi)=1.609344 公里(km)）也就是 322 公里，这和蔚来现在的续航能力 355km 相比还要稍差一些。蔚来的 ES8 是量产的第一批产品，在续航能力上虽不及现在的特斯拉，但也超过了早期的特斯拉，续航能力仍有上升空间。并且蔚来年底准备推出的 ES6 续航里程已经提升至 410-510km，与现在特斯拉 Model S75D 的续航里程 469km 相差无几，期待蔚来的续航能力能够快速提升。

NOMI 灵敏度不佳，系统 BUG 频出，急需升级改善。根据车主反馈，目前蔚来的 NIMO 系统经常会出现：唤醒速度慢、反应不灵敏、黑屏、闪屏、死机以及充不进电等问题。这些对用户体验会产生相当大影响的细节，对于定位为豪华品牌的蔚来来说是急需改善的问题。针对这些问题，蔚来公关部表示：目前系统的 BUG 情况是已知的，这些都是软件不稳定的现象但对安全和行驶没有影响，随着不断通过软件迭代，这些 BUG 都能得到解决。例如在升级 1.0.5 以后，不少车主的系统 BUG 问题已经得到了改善。对比看早期的特斯拉，他们的系统也存在不少 bug，例如：车载导航频繁罢工，蓝牙死机以及车门感应失灵等。但特斯拉系统升级快，和客户关系也很紧密，在没出问题前，会主动联系客服了解车辆情况，很乐意帮忙防患于未然，所以特斯拉的客户体验比较好。而蔚来虽然表示在交车之前，这些 bug 状况都已告知用户，并且也会在售后进行免费维修，但维修服务的及时性以及维修的方式（维修人员把保险丝拔了进行重启解决黑屏问题）不及特斯拉，仍需加强。综合来看，蔚来的 NOMI 软件虽然 BUG 频出，但预计随着系统升级及软件技术不断提升，BUG 问题相信可逐步解决。

图表 28：蔚来车主反馈表

车主	提车时间	问题	频率	解决方案
A	一个月	闪屏、后备箱门弹出	3-4 次	重启，换点后已不再闪屏
B	三个月	软件 BUG	偶尔	重启，升级系统后几乎消失
C	三个月	系统唤醒速度慢	多次	升级系统后已解决
D	一个月	黑屏、续航低、充不进电	-	暂未解决
E	两个月	黑屏	3-4 次	休眠 30 秒后自动恢复
F	近三个月	几乎没问题	-	-

数据来源：新出行，广证恒生

蔚来自动驾驶的 NIO Pilot 主要功能暂未开放，预计明年一季度实现，对比特斯拉的全自动驾驶功能，差距仍大。目前，蔚来 ES8 计划开放的功能主要有：360 全景影像基础功能、NOMI、仪表及中控屏显示稳定性提升、ADAS 主动安全基础功能、脚踢感应尾门功能恢复、4G 网络连接优化、App 远程状态同步功能优化和泊车辅助雷达性能优化与体验提升。而适应巡航、高速自动辅助驾驶、拥堵自动辅助驾驶、道路自动保持、倒车辅助、自动泊车、车辆主动召唤、疲劳预警等主要的 NIO Pilot 功能还未开放，预计将于明年一季度开始实现，通过软件的升级即可实现这些功能。特斯拉目前的自动驾驶技术，除了推出的增强版自动辅助驾驶技术：根据交通状况调整车速；保持在车道内行驶；自动变换车道而无需驾驶员介入；从一条高速公路切换至另一条；在接近目的地时驶出高速；在接近停车场时自动泊车；在车库内听候车主的 [召唤] 等之外，还具有全自动驾驶能力即车辆能够进行短距离和长距离自动驾驶而无需驾驶员座位上的乘客采取任何操作。对比特斯拉的自动驾驶功能，蔚来的 NIO Pilot 还处于第一阶段即高级辅助驾驶，差距较大，但蔚来一方面致力于高级辅助驾驶系统在量产车中的应用，配合整车 OTA 收集真实路况中的数据，持续改进算法；另一方面也在研发 L4 级自动驾驶技术以缩小与特斯拉在自动驾驶技术上的差距。除了已经实现自动驾驶技术的特斯拉，国内的小鹏汽车和车和家分别在研发 L3 级自动驾驶汽车和 L4 自动驾驶技术车，但都没有实现自动驾驶，而且由于国家还未开放自动驾驶，所以蔚来目前主打的还是高级辅助驾驶功能，自动驾驶何时才能实现还需要继续关注。

图表 29：蔚来 ES8 计划功能开放时间图

时间	功能
2018 年 10 月底前	360 全景影像基础功能 NOMI、仪表及中控屏显示稳定性提升 ADAS 主动安全基础功能 脚踢感应尾门功能恢复
2018 年 11 月底前	4G 网络连接优化 App 远程状态同步功能优化 泊车辅助雷达性能优化与体验提升
2018 年 12 月底前	远程预约及预设空调功能 远程电池预热功能 NOMI 性能优化与体验提升
2019 年一季度内	NIO Pilot 主要功能开放 NFC 无钥匙解锁功能开放 多账户系统及相关的个性化设置 行车记录仪功能开放 泊车辅助及 360 全景影像进一步提升

数据来源：新出行，广证恒生

蔚来 ES8 的争议主要涉及续航能力、NOMI 软件和自动驾驶这三个领域，预计后续可提高加强。蔚来 ES8 目前的续航能力较差，在 120km/h 的速度下空调全开的情况下只有 206km 的续航里程，但随着 ES6 的推出，其续航能力有了较大改善，而且 ES8 也可以更换成新的 84kwh 的电池，所以续航能力在未来能够不断提高。NOMI 软件随着系统的不断升级，稳定性能够得到提高，预期频繁出现的 BUG 也会逐渐消失。蔚来的自动驾驶功能现在很多主要功能还未开放，官方宣称明年一季度开放部分主要功能，但全自动驾驶的实现时间仍旧未知。但由于国内法律也未开放全自动驾驶，所以蔚来的主要竞争点还是在高级辅助驾驶上。

图表 30：争议问题及改善方案、看法

争议涉及领域	主要问题	改善方案	看法
续航能力	续航能力差，实际续航里程在 200km 左右	推出 ES6 增强续航能力，ES8 也可换 84kwh 的新电池	续航能力会随车辆配置、电池使用时长和状况、驾驶习惯和操作、环境和气候状况等因素的影响而有所不同，可以理解，但仍需提高续航能力。
NOMI 软件	反应不灵敏，黑屏，软件 bug	软件升级、重启	目前软件不够稳定，未来软件不断升级可解决。
自动驾驶	主要功能未开放，自动驾驶何时实现	加大研发力度，陆续开放功能	主要功能还未开放，且和特斯拉的自动化驾驶技术有差距，但目前国内未开放自动驾驶，主要靠辅助驾驶功能竞争。

数据来源：公开资料，广证恒生

4 蔚来核心零部件自主生产+整车合作制造模式，商业模式依靠线上 APP+线下 NIO House

4.1 蔚来 ES8 从 160 多家供应商采购，主要来自国际实力品牌

蔚来目前大部分零部件均只有一家供应商，而 ES8 超过 1700 个零件是从 160 多家供应商采购，约 70% 的供应商来自海外，供应链主要依赖传统零部件企业。蔚来的电池模组使用的是宁德时代/三星 SDI 的产品，BMS 由联合电子提供，电机和电机控制器是来自蔚来汽车下属的 XPT 蔚来驱动科技开发。智能交互方面，自动驾驶芯片来自 Mobileye，制动系统来自博世，主动式空气悬架来自大陆汽车电子。此外，车身模具和部分车身部件来自天汽模，车身铝材来自诺贝丽斯，汽车座椅来自延锋安道拓。内外饰件方面，保险杠来自延锋、玻璃来自福耀玻璃、前后车灯来自马瑞利等。ES6 核心供应商将大多数与 ES8 相同，预计随着蔚来车型进一步量产，蔚来跟供应商关系会更为紧密。

图表 31：蔚来汽车各部件供应商情况

领域	部件	供应商
三电系统	电池模具	宁德时代/三星 SDI
	电池 PACK	苏州正里蔚来
	BMS	联合电子
	动力电池热传导材料	GLPOLY
	电池绝缘纸	杜邦
	电机设计方案	Hofer powertrain
	电机	蔚然动力
	电机控制器	蔚然动力
	热管理系统	空调国际热能系统
智能交互	视觉芯片	mobileye
	前视摄像头	均胜电子
	HUD	蔚来+泽景电子
	液晶仪表	蔚来+马瑞利
	语音交互	科大讯飞
	智能手机终端、胎压检测系统、空气悬架系统、轮胎、 制动软管	大陆
	毫米波雷达、动力总成悬置、ibooster、四驱系统、ESP、 气囊控制器	博世
	中控	德赛西威
底盘与电子	后制动盘、后电子卡钳	泛博制动
	前制动盘、前电子卡钳	布雷博
	制动液	德联
	电动转向	蒂森克虏伯
	压缩机总成	翰昂
	电磁膨胀阀	三花智控
	整车控制器 VCU	联合电子
	后减振器总成	采埃孚萨克斯
	主线束电器	鹤壁天海
	转向节总成	六丰金属
	加速踏板传感器	海拉
	音响	法国 ARKAMYS
内外饰	车身铝材	诺贝尔丽斯
	汽车座椅	延锋安道拓
	前后车灯	马瑞利
	车身模具	天汽模
车身部件	仪表板横梁	镁铝合金
	后副车架总成	卡斯马
	冲压	联成
	模具	凯富
	白车身焊接	巨一

	车灯	马瑞利
	挡风玻璃	福耀玻璃
	保险杠	延锋
	内饰材料	贝内克

数据来源：招股说明书，NE 时代，公司公告，车运网，盖世汽车，广证恒生

对比蔚来和特斯拉的供应商，可发现他们的电池模具和电池 PACK 都是不同的，特斯拉采用的是松下电器，而蔚来是宁德时代/三星 SDI 的产品。另外较为明显的是蔚来和特斯拉都是用上自己的电机和电机控制器。BMS 方面，蔚来使用联合电子的，而特斯拉使用均胜电子；而热管理系统蔚来特斯拉分别是用空调国际热能系统和三花智控。

图表 32：蔚来汽车对比特斯拉部件供应商

	蔚来	特斯拉
电池模具	宁德时代/三星 SDI	松下电器
电池 PACK	苏州正里蔚来	松下电器
电机	蔚然动力	特斯拉
电机控制器	蔚然动力	特斯拉
热管理系统	空调国际热能系统	三花智控
BMS	联合电子	均胜电子
轮胎	大陆	横滨轮胎

数据来源：招股说明书，NE 时代，公司公告，车运网，盖世汽车，Q1 数据，广证恒生

4.2 短期通过合作和代工加快造车时间，长期需自建工厂来确保品牌质量

蔚来通过与不同合作方合作来加快造车时间，加强汽车智能化和新能源汽车的研发及生产进展。蔚来主要采取多方合作的方式来加快造车的落地时间。首先，蔚来在 2016 年 5 月跟江淮汽车合作，具体协议是自 2018 年起为 5 年，在合肥的建立工厂生产 ES8、ES6，并负责产线的搭建，而蔚来将提供全部原材料及零部件。自生产开始的前 36 个月，江淮会向蔚来收取合肥工厂的运营亏损，并按件计费的收取代工费。截止 2018 年 6 月，蔚来已经向江淮汽车支付了 1 亿元的运营补偿，其中 6,510 万元发生在 18 年 Q2，其余的 3,490 万是对 3 季度潜在运营亏损的预支付。截至 2018 年 7 月，江淮合肥工厂约有 2056 名员工，其中约 150 名员工受雇于蔚来，在质量控制和培训方面承担着重要的管理和监督职责。另外，蔚来也分别与广汽集团、长安汽车在武汉和南京合资成立广汽蔚来和长安蔚来，联合研发、销售电动整车及零部件。除了工厂生产环节，蔚来主体负责设计、研发、销售等其他环节。

图表 33：蔚来与其他车企的主要合作情况

合作时间	合作公司	合作地区	合作内容	主要职能	资产股权
2016.年 5 月	江淮汽车	华东（合肥）	蔚来汽车与江淮汽车签署了《制造合作框架协议》，确认江淮代工一期产能 5 万台计划。蔚来进行产品开	利用江淮汽车的能力以及资本投资和支持，加快推动 ES8 进入市场；	预计整体合作规模约 100 亿元

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

			发, 提供供应链系统, 制定生产技术标准, 并建立质量管理体系。江淮负责代工生产车辆。	全面推进新能源汽车、智能网联汽车产业链合作	
2018年4月	广汽集团	华西(武汉)	广汽集团及全资子公司广汽新能源汽车有限公司与上海蔚来汽车有限公司及湖北长江蔚来新能源产业发展基金合伙企业(有限合伙)共同出资设立广汽蔚来新能源汽车有限公司	致力于智能网联新能源汽车的研发、销售及服务。	规划总投资12.8亿元, 注册资本50,000万元, 分期出资, 首期注册资本20,000万元, 其中, 广汽集团按22.5%股比出资4,500万元, 广汽新能源汽车有限公司按22.5%股比出资4,500万元, 资金来源为本公司统筹。
2018年7月	长安汽车	华南(南京)	合资成立长安蔚来新能源汽车科技有限公司, 在智能网联新能源汽车领域开展全面且深入的合作, 以共同推动智能化服务和新能源汽车的发展。	在研发、生产、销售、服务和供应链等各个领域深化合作。	总注册资本为9800万元, 其中蔚来出资4900万元; 占股50%, 董事会的五名董事中两名由各方任命, 其余董事由蔚来和长安共同任命。

数据来源: 公司公告, 汽车志汇, 广证恒生

蔚来的生产模式是核心零部件自主生产+整车合作制造, 在国内已完成布局整车制造(代工合作)、电驱动系统、逆变器、电控系统和电池系统制造基地, 公司长期将规划申请自建上海工厂, 预计20年产能将达到10万台, 2025年产能达30万台。蔚来核心供应链覆盖区域在半径600公里以内, 已实现体系化效率运作。从地理位置看, 主要是沿着长江流域, 从上海到昆山、常熟、南京, 再到武汉。具体功能上看, 合肥主要是整车制造基地, 南京是电驱动系统制造基地和整车试制线, 昆山是逆变器和电控系统制造基地, 而常熟是电池系统制造基地。合肥整车制造基地约1,000亩, 总建筑面积约23万平方米, 设有冲压车身、涂装、总装四大工艺, 及质量、试车和能源三大中心, 计划一期年产能10万辆, 并具有可扩展性。在今年10月国庆假期蔚来关闭了合肥生产线, 并利用这个时间对生产线进行改进, 使其可以同时生产ES6和ES8, 也可适应用户订单的一些定制化需求等。南京电驱动系统基地具备年产28万台(套)高性能电机及电控系统的产能, 在2016年下半年已投入运营, 率先投产的是蔚来具有自主知识产权的高性能电机及电控系统。

图表 34: 蔚来在国内的生产布局基地

工厂	投资额	投产时间	拿地时间	产能
上海自建工厂	16 亿	2020 年	2017 年 11 月	年产 10 万台
合肥整车工厂	100 亿	2017 年下半年	2016 年 10 月	年产 10 万台
南京电机工厂	30 亿	2016 年 8 月	2016 年 4 月	年产 28 万台电机

数据来源: 网上车市, 南京车市, 云云, 招股说明书, 广证恒生

有较大部分的造车企业都是通过自建工厂生产车辆,所以蔚来未来完成上海的自建工厂将可更好地把控产品质量,提升品牌的溢价能力。蔚来短期与江淮代工合作,长期规划申请资质、自建上海工厂。除了蔚来之外,其他造车新势力如小鹏、奇点也采取代工模式,而威马则选择直接收购资质并自建工厂。其他造车企业方面,有较大部分的企业都是通过自建工厂生产车辆,所以蔚来未来通过自建工厂将可更好地把控产品质量,提升品牌的溢价能力。众多车企中,大部分新能源汽车都是今年18年或明年上市。而特斯拉未来将加快中国超级自建工厂的建设进程,或于2019年实现Model 3在华自产自销,初期产能计划每周3000辆,后逐步扩充至每年50万辆。

图表 35: 部分造车新势力造车资质情况

车企	造车资质	生产方式	上市时间	融资金额	融资来源
威马汽车	收购中顺汽车	自建工厂	2018年9月	累计超120亿元人民币	
拜腾汽车	收购一汽华利	东南代工+自建工厂	2019年	5亿人民币	B轮融资,中国一汽集团、启迪控股、宁德时代等投资方参与
电咖汽车	收购西虎汽车	自建工厂	2017年11月	15亿人民币	Pre-A轮融资
前途汽车	双资质	自建工厂	2018年8月8日		
合众新能源	双资质	自建工厂	2018年11月16日		
金康新能源	双资质	自建工厂	2019年	30亿人民币	小康股份
国能新能源	双资质	自建工厂	2018年底	5亿美元	金沙江资本,以可转换贷款方式进行
云度新能源	双资质	自建工厂	2017年10月		
长江汽车	双资质	自建工厂		16.5亿港元	神州租车领投
蔚来汽车	无	江淮代工+自建工厂	2018年6月	上市前168亿元人民币+超10亿美元	IPO+六轮融资
小鹏汽车	无	海马代工+自建工厂	2018年12月12日	40亿元人民币	B+轮融资
新特汽车	无	一汽代工	2018年8月30日		
奇点汽车	无	北汽代工	2018年底	30亿人民币+10亿日元	C轮融资+日本伊藤忠株式会社
理想智造	无	自建工厂	2019年10月	30亿人民币	B轮融资
河南速达				10亿人民币	三门峡市政府引资
爱驰汽车	无	自建工厂	2018年底	累计70亿人民币	三轮融资
帝亚一维			2018年下半年	数千万人民币	A+轮融资、华熠产业基金
零跑汽车	无	自建工厂	2019年上半年	25亿人民币	A轮融资
游侠		自建工厂	2018年		
FMC		自建工厂	2019年	2亿美金	A轮融资
车和家		自建工厂	2018年二季度	累计超14亿元人	

				人民币	
特斯拉		自建工厂	2008年2月		
车企	造车资质	生产方式	上市时间	融资金额	融资来源
威马汽车	收购中顺汽车	自建工厂	2018年9月	累计超120亿元人民币	

数据来源：公司公告，汽车之家，第一电动网，NE时代，广证恒生

4.3 商业模式：线上 APP+线下 NIO House，聚集用户人群，营造生活社区

蔚来的商业模式主要是线上 APP+线下 NIO House 营销平台，形成并建立用户社群。在线上方面，NIO App 主要用来获取和维系客户，承载了线上信息传递及社交功能，也是线上购车平台。主要是蔚来线下的体验店不直接售车，买车途径主要从 APP 下单或在公司官网下单，这样可确保客户从一开始就使用公司的 APP，客户对 APP 有一定的了解后可在 APP 上进行各种售后服务和功能操作，例如预约售后服务，车主社交生活，汽车远程监控等，这些都可进一步增加客户的粘性。蔚来的 APP 用户也跟随每月交付量在持续上升，截至 6 月底，已有 49 万用户注册了蔚来 APP，活跃用户在约 10 万；而截止 10 月底，NIO app 用户增加至约 62.6 万，活跃用户约 17 万左右。

线下 NIO House (蔚来中心) 是属于用户和朋友们生活空间，作用是聚集相同观念人群，营造生活社区，提供线下社交营销功能，也是国内第一家新造车企业开设的线下体验店。蔚来中心均坐落于城市中心，以树立高端的品牌形象和快速吸引公众关注。蔚来中心的一层为展厅，消费者或用户可参观并试坐 ES8 等新车型；二层为生活场所，设有会客休息区、图书馆、共享办公空间、剧场、咖啡厅、亲子空间等 6 大区域，其中核心区域只对车主开放。蔚来用户可以和朋友举办分享会、生日派对、个人音乐会，甚至开设属于用户自己的瑜伽课堂，也可以预约参与大咖演讲、设计、生活方式、极速赛车等主题的活动和体验。蔚来现时已有 14 座位于北京、上海、成都、广州、深圳、东莞、苏州、南京、杭州、西安和合肥等地的蔚来中心投入使用。2018 年，蔚来已有 26 家蔚来中心和体验店开业；而在 2019 年将计划建设更多蔚来中心和体验店，到年底总数预计达到 70 家。

蔚来与其他车企基本都是使用直销模式，包括设立门店中心，但蔚来较为突出的是在 APP 可直接购买车辆，服务选项较为丰富，并提供全面保障的售后服务。蔚来与其他主要车企与特斯拉和威马汽车都是使用直销模式并设立线下体验店。而在预订购买方面，一般车企会提供线上预定方式，而在 APP 上预定就只有蔚来和零跑汽车提供。车辆交付选项中，蔚来的客户除了到蔚来中心外，也可以自行定义交车地点，给客户提供更便捷的选择。售后服务方面，蔚来提供的服务最为全面，其中包括终生免费质保、定期保养、终身免费道路救援，而未来服务中心会按照标准服务流程提供售后维修保养服务，客户可使用一键维保服务，无需到店，服务全程皆可通过 NIO APP 查看。

图表 36：蔚来汽车对比其他车企的销售模式

企业	模式	体验试驾	预订购买	车辆交付	售后服务
特斯拉	直销	门店体验或官网预约试驾	门店/官网预订，支付定金；推出燃油车置换、贷款及融资租赁等方案	用户指定服务中心	联系服务中心预约车辆检查和保养服务
蔚来	直销	蔚来中心 (NIO)	官网/APP/工作	蔚来中心或自行	通过 APP 沟通。上门代

		House),通过工作人员预约试驾	人员进行预订	定义交车地点	办业务,客户服务包括终生免费质保、定期保养、终身免费道路救援,可使用APP一键维保服务
小鹏汽车	直销	线下体验店	线上订购,采用租售结合的方式	在就近开设门店的城市提车	有专业服务中心提供车辆售后服务
威马汽车	直销	体验中心“威马SPACE”	与“城市合伙人”设立体验销售服务中心“威马Store”		与全国连锁实体服务网络等机构合作,构建综合服务网络威马spot;与城市合伙人"设立堆修充电服务站“威马station
奇点汽车	直销	线下体验店	线上自营平台同意付款;与各类金融公司合作推出金融产品及二手车置换方案等	交车中心,也可提供上门交车服务;对于用户在新车使用一段时间后积累出现的问题,提供二次交车服务,于交车中心或上门提供实车讲解或陪驾	服务中心除正常保养保修服务外,借助厂家大数据辆和云平台,提前获知车状态,进行远程服务和主动服务
游侠汽车	直销	体验展示中心	线上个性化预定	-	城市运营服务中心,可承载该区域保有量的售后运服务
零跑汽车	直营+城市合作伙伴	城市体验中心	APP/体验中心:为用户提供金融,保险及租赁产品	服务中心	"社区维修点线上基于智能网联及leapcloud系统提供服务

数据来源:亿欧,公司网站,广证恒生

蔚来推出全款购车电池租赁方案和贷款购车电池租赁方案,降低购买门槛,更具吸引力。蔚来目前推出的全款购车电池租用方案为:车主在选择全款购车电池租用方案后,车价直接减去10万元,补贴前的价格为34.8万元,加上补贴之后只需27万左右便可购入一辆ES8。电池租金为每月1280元,期限为78个月,一共99840元,到期后电池所有权归客户。在全款买车的前提下,选择电池租赁方案不仅降低了买车门槛,而且明显比买电池划算,再算上时间成本,就更加吸引人。贷款购车电池租用方案则较为特殊。由于国家政策限制(不能一车两贷)车贷用户无法在贷款期内直接选择电池租赁,需在整车贷款期(贷款购车期限最长为36个月)满后才可启动电池租用方案。尽管如此,贷款购车电池租用方案也相当于给客户提供了二次贷款(电池贷款),虽仍然需要支付完整的电池费用,但它降低了使用电池的首付费用,降低了客户购车、用车的门槛。

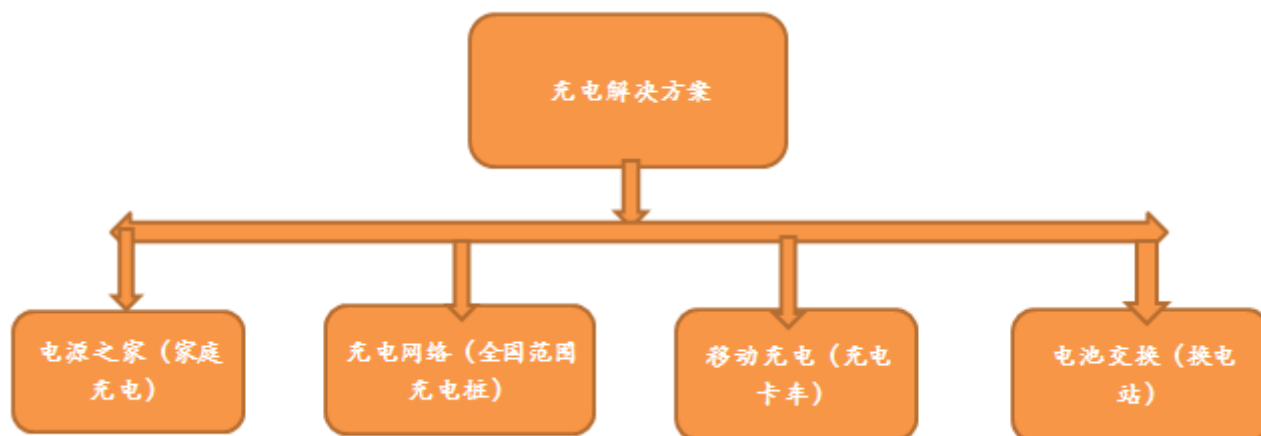
5 服务方案：多项便捷化充电选择，售后服务全面

5.1 提供多项充电解决方案，为客户提供全面便捷服务

NIO Power 体系为客户提供多种全面、便捷和创新的充电解决服务方案。目前蔚来汽车推出的充电解决方案有 4 种，包括家庭充电、全国范围充电桩充电、移动充电卡车充电和换电站换电。作为全球首创的电能服务体系“NIO Power”，提供的服务可做到 3 分钟急速换电、24 小时无忧服务以及 3 公里动态布局，用户仅需使用专属 APP 即可一键享受“NIO Power”的加电服务。家用充电的充电器将首先具备自动识别功能，使车辆能够自动与其专用的家用充电器配对，只需将充电枪插入车辆的充电端口即可进行充电。具体来看，家庭(或办公地点)充电的专属桩，具备即插即充、预约充电、App 控制等功能等。目前有超过 70% 的 ES8 客户安装了 NIO 家庭充电桩，是其中一个最便捷的充电解决方案之一。

目前已有几百辆移动充电车覆盖 21 个城市提供服务，App 一键服务功能已超越 1 万次，未来规划将可为全国用户提供更完善的服务体系。全国范围内的充电网络则依靠的是截至 2017 年 12 月 31 日的大约 214,000 个可公开访问的充电桩。截至 2018 年 8 月底，蔚来汽车已经和由第三方(包括中国南方网)安装的超过 62,000 个公共充电器的数据进行了云同步，以便用户可以访问这些充电器的可用性和位置的实时信息。移动充电车方面，蔚来提供的充电卡车可在 10 分钟内快速充电满足 100 公里范围的耗电量。截止 10 月底，已有 295 辆充电卡车，并覆盖 21 个城市。App 方面，NIO app 的登陆地点分布于超过 130 个充电点，一键服务功能已经超过 1 万次，其中大部分是使用移动充电车。为了完善的电能服务体系，蔚来计划到 2020 年，在全国建设至少 1100 座换电站、投放超过 1200 辆移动充电车、布置超过 11 万根公共快充桩，构成半径为 3km 的动态充电布局。

图表 37：蔚来汽车充电解决方面示意图



数据来源：招股说明书，广证恒生

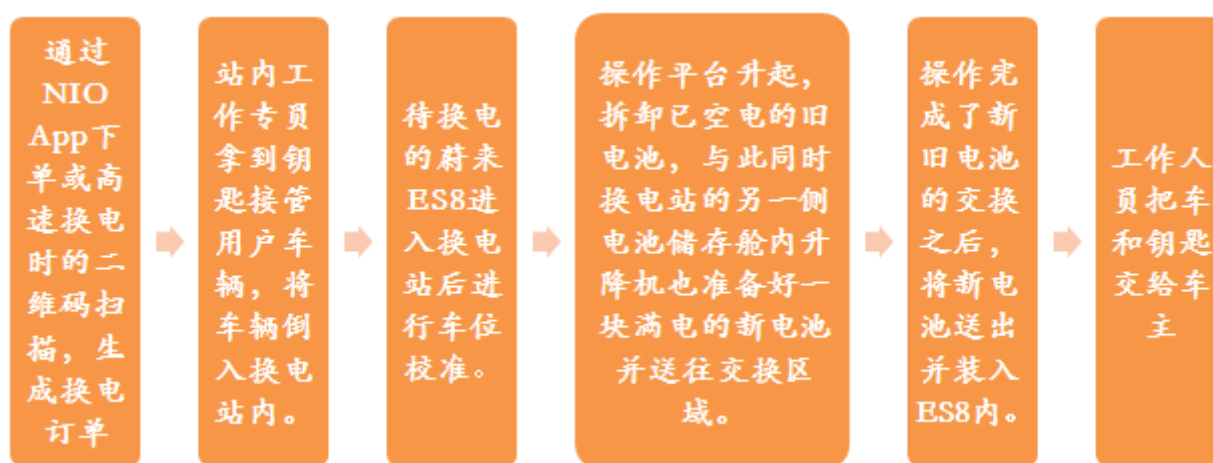
蔚来首创的换电技术提供全自动化的换电服务缩短充电时间，但实际时间远超 3 分钟，体验感有待加强。电池交换站是蔚来汽车不同于一般新能源汽车充电解决方案的创新之处，蔚来官方宣称换电无需排队等待和下车付款，而且每次换电都会做电池和整车电气系统检测，确保整车和电池始终处于最佳状态。这个是全球首创换电技术，蔚来拥有超过 300 项专利，研发人员解决了精准定位、快速拆卸等难题，为用户打造较特别的加电体验。在换电技术上，ES8 的可更换电池通过 8 个 Bayobolts 和 2 个 M10 螺栓固定和拆装，换

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

电系统带有自锁结构，电池固定系统在生命周期内可以经历 3000 次换电操作。目前交换站的设计为三个停车位，即 45 平方米。虽然换电已实现完全自动化，但在第一年和第二年运行时，蔚来计划在每个位置安排一名工作人员，以确保初始部署的可靠性。截止到 2018 年上半年，蔚来已在北京，上海，广州，深圳，合肥，成都，南京，苏州和杭州推出了电池交换，并且计划在 2018 年下半年增加额外的城市的换电站，展开全国换电站布局，到 2020 年在主要的城市部署至少 1100 座换电站。

在换电过程中，蔚来 ES8 先进入换电站，然后第一步是通过车位进行校准，第二步操作平台升起，拆卸已空电的旧电池，与此同时换电站的另一侧电池储存舱内升降机也准备好一块满电的新电池并送往交换区域。自动操作流程完成了新旧电池的交换之后，第三步是将新电池送出并装入 ES8 内。这一整个全自动换电流程操作下来，确实只需要 3 分钟，但实际上这只是换电操作本身的时间，而在换电操作前后还需要大量的准备流程。首先需要通过 NIO App 下单或高速换电时的二维码扫描，生成换电订单。然后收到订单后，会由站内工作专员接管用户车辆，将车辆倒入换电站内进入换电模式。最后工作专员下车并锁车，进入控制室，输入服务密码后点击“开始”按钮，这才真正开始换电。在工作人员拿到钥匙-进去充电-充电完成-出来交换钥匙，这个阶段平均时长是 6 分 30 秒，再加上用户下单，工作人员接单，用户把车和钥匙交给工作人员的时间，这已经远超 3 分钟。除此之外，根据用户反馈，换电时经常出现比如服务人员行踪不明、扫码不成功、未开启换电模式以及换电过程中机械卡住等问题，所以换电时间平均在 20 分钟左右。而且每个换电站只有备用电池 5 块，如果同时多辆车需要换电还需要排队等候，这又将加长换电的实际时间。换电时车主必须下车等候，长时间的等候，在没有遮雨棚又没有保温措施的换电站，让车主们的体验感极差。所以尽管换电的时间要远低于充电时间，但暂时吸引力不大，未来需要注意蔚来能否缩短换电流程耗费时间以及如何改善换电体验。

图表 38：蔚来汽车换电流程图

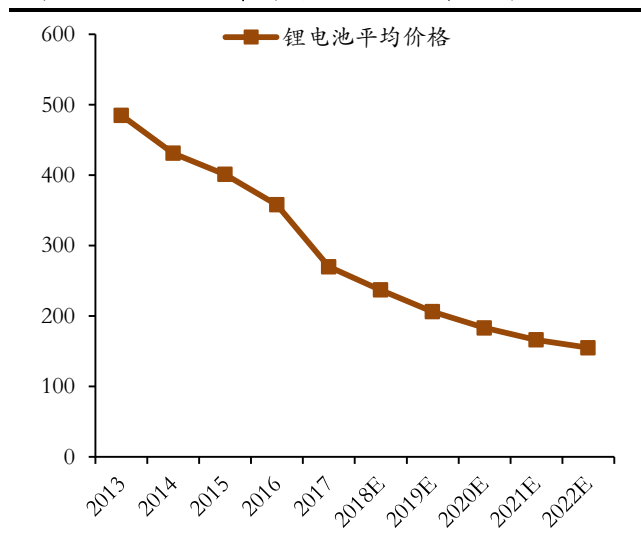
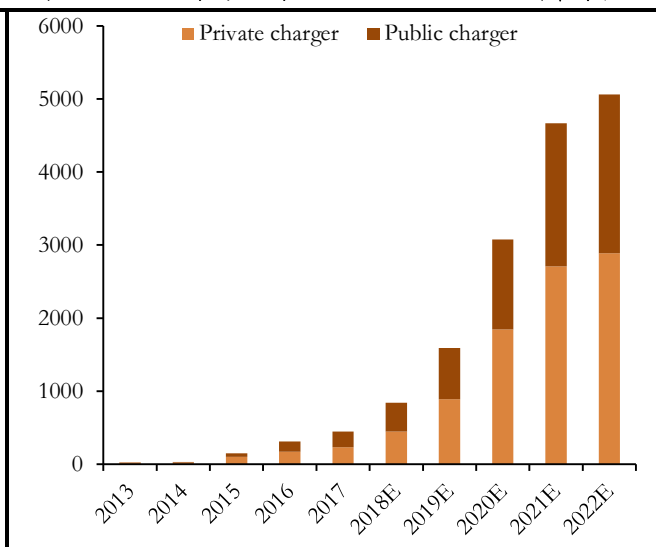


数据来源：招股说明书，懂车帝，广证恒生

锂电池成本持续下降将降低整车厂的电池成本。随着电池技术的改进，加上电池供应商形成的规模经济效益，电池生产成本正逐步下降。锂离子电池的平均成本从 20 年前首次开发时每千瓦时超过 1,000 美元下降至今天的每千瓦时 270 美元以下。根据 Frost&Sullivan，到 2022 年，这一成本预计将进一步降至每千瓦时约 150 美元。

政府推动充电桩建设，也出台有关电动汽车充电基础设施激励政策，预计充电桩数量保持高速增长，17-22 年 CAGR 约 62.6%。根据“2015 年至 2020 年电动汽车充电基础设施指南”，中国政府计划到 2020 年建设超过 12,000 个充电站和超过 480 万个充电桩，预期未来的公共充电桩充电将更为便捷。由国家能源局

发布。在建立充电基础设施系统以满足充电需求的推动下，Frost&Sullivan 预计到 2022 年中国的充电桩总数将达到约 500 万台，CAGR 为 62.6%，其中公共充电桩的数量将在 2022 年有望达到 210 万个。此外，2016 年 1 月，财政部、科技部、工业和信息化部和国家发改委和国家能源局联合颁布了“关于新建充电基础设施激励政策的通知”为加强“十三五”期间新能源汽车的推广和应用。根据该通知，中央财政部门预计将向某些地方政府提供资金和补贴，某些地方政府对充电基础设施的建设和运营实施了激励政策。例如，根据“鼓励在上海发展电动汽车充电基础设施的支持措施”，某些非自用充电基础设施的建设者可能有资格获得高达其投资成本 30% 的补贴。

图表 39: 锂电池平均价格及预测 (美元)

图表 40: 公有与私有充电桩数量及预测 (千个)


数据来源: Frost&Sullivan, 广证恒生 数据来源: Frost&Sullivan, 广证恒生

5.2 售后服务及会员权益为客户提供多项选择

提供多样化售后服务套餐和会员权益，满足客户的各种需求。在蔚来提供的售后服务方面，除了基本权益包含的免费专属充电桩安装、每月 8GB 车联网流量、终身质保、终身道路救援、一年 12 次免费异地加电之外，还有服务无忧套餐、能源包套餐、一键加电套餐以及车主 APP 等全方面的服务。此外，蔚来还为 ES8 的车主提供了一系列的配套服务，车主可享受终身免费质保、终身免费车联网服务、终身免费异地加电和终身免费道路救援的 4 项终身服务。

图表 41：蔚来售后服务及会员权益

价格及车主权益

NIO ES8 基准版(补贴前)：人民币**44.8**万元
 NIO ES8 创始版(补贴前)：人民币**54.8**万元
 NIO ES8 电池租用方案：车价减**10**万，每月支付**1,280**元

4项终身免费权益

- 终身免费质保
- 终身免费道路救援
- 终身免费车联网服务
- 终身免费异地加电服务

会员权益

服务无忧

- 一键服务
- 免费上门代取送
- 免费保养
- 免费事故维修
- 免费代步车
- 交强险 | 70万乘员险 | 100万三者险(含不计免赔)
- 免费增强流量服务(up to 15G/月)

能量无忧

- 一键加电
- 免费代客加电
- 免费换电
- 免费移动充电车充电
- 免费专属桩充电
- 免费公共桩充电
- 免费电池升级

数据来源：公司公告，公司官网，广证恒生

年费 14800 元的无忧服务套餐为客户提供维修、保养、保险等的车辆保障服务。在维修保养服务方面，蔚来已初步建成覆盖全国的保障网络。2018 年底，蔚来在中国计划将建成超过 160 个服务网点；2019 年的服务网点预计超过 300 个，服务能力将进一步提升。根据蔚来提供的无忧服务套餐，每年最初定价为人民币 14,800 元，将通过第三方保险公司提供法定的第三方责任和车辆损坏保险，24 小时的日常维修和保养，路边援助和增强的数据包等服务。客户只需要使用蔚来的移动应用程序，用点击几下即可安排车辆服务。蔚来会根据用户的要求，上门提取汽车，安排维护和维修服务，然后在服务完成后将车辆交还给用户。服务包中包含的维护和维修，不会再向服务包订户收取额外费用。如果用户发生车祸，蔚来还将协助用户与保险公司合作并提供任何必要的维修。此外，此服务套餐还为用户提供增强型 Internet 数据包，每月额外增加 7GB 数据。蔚来还与中国太平保险有协议，根据该协议，公司将为用户购买基本强制性汽车保险和车辆损坏保险，作为服务包的一部分。用户也可以使用中国太平保险补充此基本保险（交强险/100 万、三者险/70 万、乘员险），但需支付额外费用，该保险将支付给保险提供商。另外，蔚来的“电池销售”业务和“电池租赁”业务分别指销售电池和租赁电池产生的的收入，如用户在买车时可选电池租赁方案，则车价将在原来的基础上减去 10 万元，但需要交付 1280 元的月供。

图表 42: 蔚来售后服务显示图



数据来源: 招股说明书, 公司官网, 广证恒生

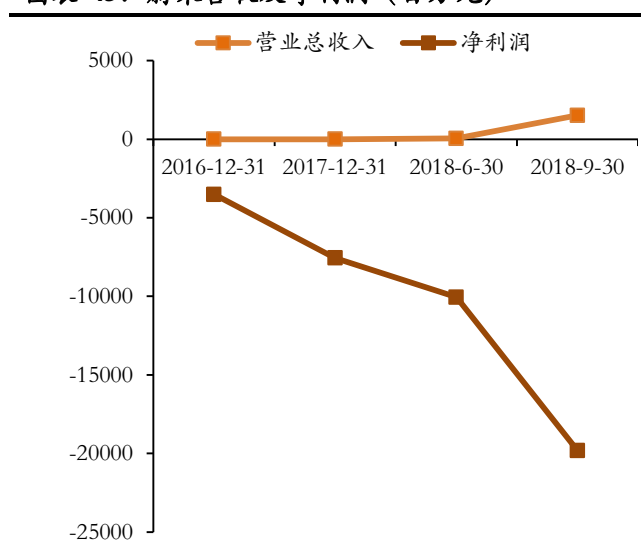
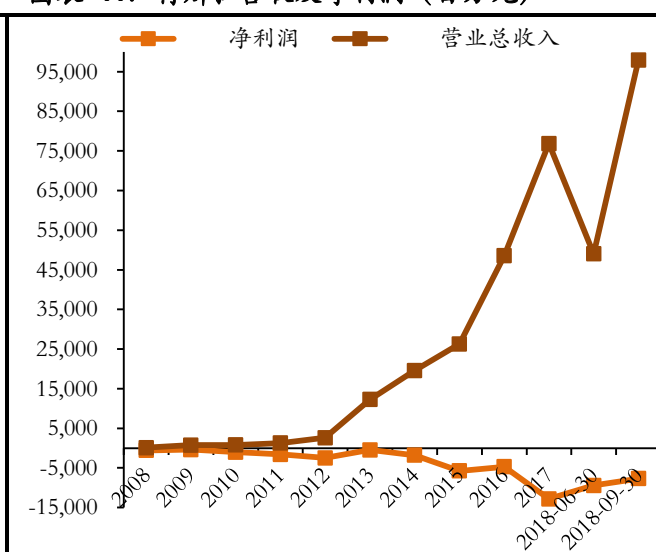
能源包套餐提供全面的充电解决方案。蔚来汽车也为用户提供能源包套餐, 客户能够使用 Power Express 服务和包括公共充电, Power Mobile 充电卡车充电, 以及固定月租费的电池更换在内的充电解决方案。能源包的最初设定价格为人民币 980 元每月, 或每年人民币 10,000 元, 拥有能源包的客户每月有 15 次免费的一键加电服务。目前 Energy Package 和 Power Express 服务将主要由未安装家用充电器的用户使用。但是, 不购买能源包的用户也可以按付费方式使用公司的 Power Express 服务和收费解决方案, 这些服务的初始价格设定为每次收费人民币 180 元。另外能源包还包含公用充电桩的免费使用权, 凡是通过使用公共充电桩支付的费用, 公司都会全额返还给客户。公共充电桩不足的地方, 能源包中的移动充电卡车也可以解决充电问题, 客户只需要通过公司的移动应用程序, 就可以方便地预订 NIO Power Mobile 服务。

6 亏损情况仍持续, 短期看销量提升及毛利率转正

6.1 收入高速增长, 毛利率预计 19 年转正, 但亏损仍持续

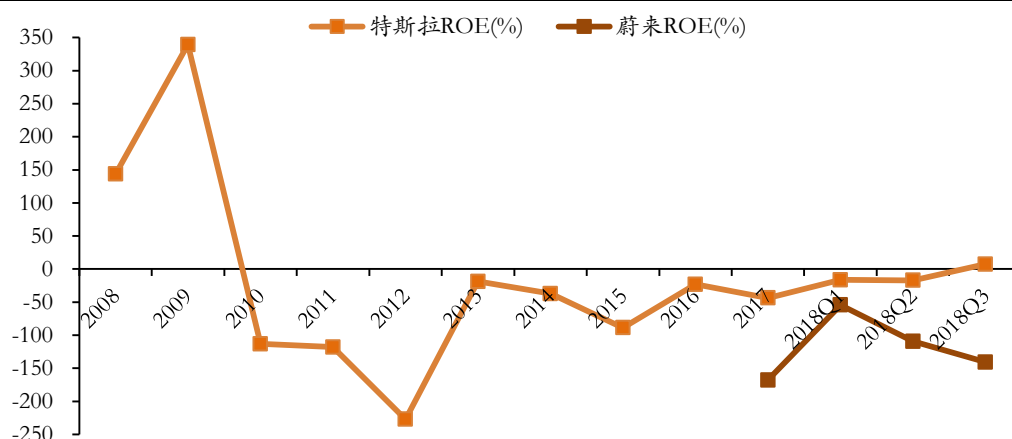
2018 年二季度开始实现收入, 前三季度实现总营业收入 15.16 亿元的, 净亏损为-198.1 亿元; Q3 净亏损 97.6 亿元, 去除股权激励费用/可赎回可转换优先股溢价/可赎回少数股东权益赎回价值溢价, 调整后 Q3 净亏损为 23.70 亿元。蔚来汽车成立至今已有 4 年, 2018 年上半年开始实现汽车交付, 获得营收 4599.10 万元。截止第三季度已完成汽车交付 3368 辆, 2018 年前三季度的总营收为 15.16 亿元。2018Q3 营收 14.7 亿元, 环比升 3,095.3, 总营收由汽车销售收入和其他销售收入两部分构成, 其中汽车销售收入 14.3 亿元, 环比升 3,114%, 主要源于 ES8 交付进度加速; 而其他收入 0.43 亿元, 环比升 2,581%, 主要源于认证的家庭充电包销售。净利润方面, 蔚来的亏损规模有所增加, 18 年 Q1-3 净利润已经亏损达到-198.1 亿元。2018Q3

净亏损 97.57 亿元，环比增加 60%。2018Q3 股权激励费用为 4.32 亿元，环比上升 581%，大幅增长主要源于针对部分员工的与 IPO 相关的股票期权激励，这是一次性并不会返回的。而可赎回可转换优先股溢价和可赎回少数股东权益赎回价值溢价分别为 69.23 亿元和 0.31 亿元），其中可赎回可转换优先股溢价在 IPO 后转为普通股未来将不会返回；所以去除股权激励费用/可赎回可转换优先股溢价/可赎回少数股东权益赎回价值溢价，调整后归属普通股东净亏损 23.70 亿元。蔚来汽车成立至今亏损持续加大，16/17/18 年上半年公司净亏损为 25.73/50.21/33.26 亿元。亏损的主要原因在于成立初期各项费用的持续加大，16/17/18 年上半年上半年公司经营费用分别为 26.03/49.54/31.86 亿。通过和特斯拉近些年的营业收入和净利润的情况对比，特斯拉的收入从 08 年的 1 亿元增长到 18 年前三季度的 980 亿元的同时，净利润从 08 年的-5.66 亿下降到 18 年前三季度的-76.74 亿元，跟蔚来同样存在收入增加但亏损越来越大的情况。但特斯拉在 17 年亏损达到高位后，在 18 年有所翻转，亏损开始有所收窄。我们预计随着研发费用持续投入以及销售费用增加，蔚来在 2020 年前较难实现盈利，具体需要关注蔚来营收增长情况。

图表 43：蔚来营收及净利润（百万元）

图表 44：特斯拉营收及净利润（百万元）


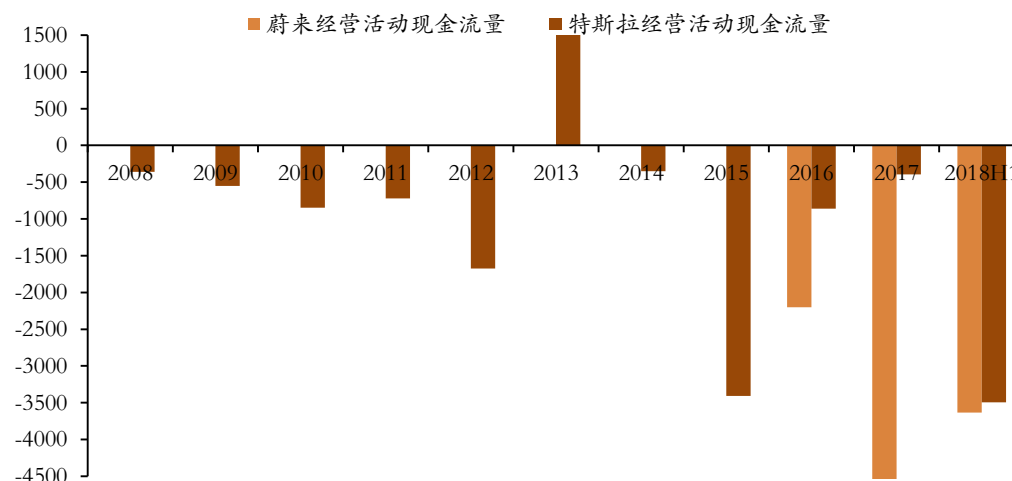
数据来源：公司公告，Wind，广证恒生数据来源：Wind，广证恒生

2018 年 ROE 持续下滑，现在仍然处于投入阶段。虽然蔚来汽车在第二季度开始实现了 ES8 的交付，但是它的盈利能力却并没有因此而增加，蔚来汽车的 ROE 从 18 年第一季度的-54.29%持续下降至第三季度的-140.72 %。而通过和特斯拉的对比可以发现，蔚来现阶段 Q3 的 ROE-140.72%远低于特斯拉上市时 2008 年的 ROE143.71%，参照特斯拉的发展轨迹，蔚来接下来的 ROE 或将会持续较长时间的下降趋势而后才能迎来增长趋势，预测蔚来的 ROE 在短时间内或会持续往下的趋势。

图表 45: 蔚来与特斯拉的 ROE (%)


数据来源: 公司公告, Wind, 广证恒生

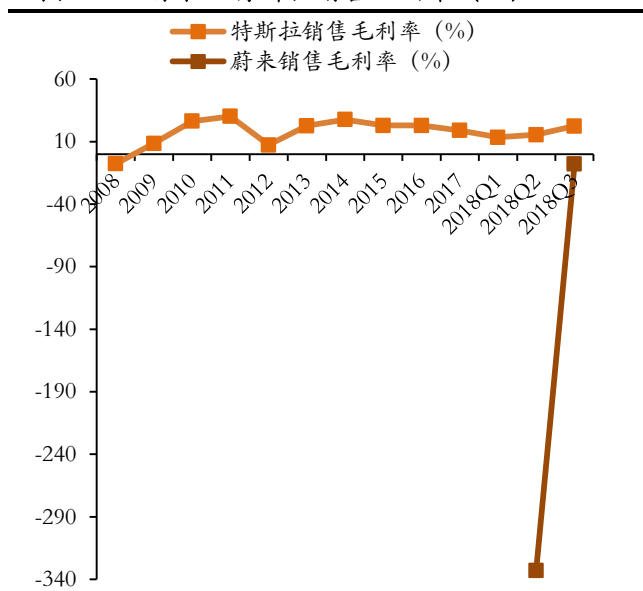
经营现金流净值持续为负, 且有净流出额持续增长的趋势。 蔚来的经营性现金流净值从 2016 年的-22 亿元, 2017 年的-45.7 亿元, 到 2018 年半年报的-36.3 亿元, 同比下降 70.44%, 经营现金净流出规模持续增加。观察特斯拉上市以来的经营现金流量发现, 特斯拉在成立初期 2008 到 2010 年这三年间, 经营现金流量分别为-3.6 亿、-5.5 亿和-8.4 亿元, 都是处于净流出的状态, 一直到 2012 年后才有所翻转, 但 14 年后特斯拉的经营现金流继续为负数。直接 18 年 1H, 金额与蔚来的较为接近, 特斯拉整体初期的经营现金流流出较蔚来近几年的经营现金净流出额少。因此, 我们认为蔚来现阶段经营净流量为负且负向趋势有所增加是可以理解的, 但是净流出的数额过大仍然会给蔚来汽车的资金链带来一定的风险。

图表 46: 蔚来与特斯拉的经营活动现金流量 (百万元)


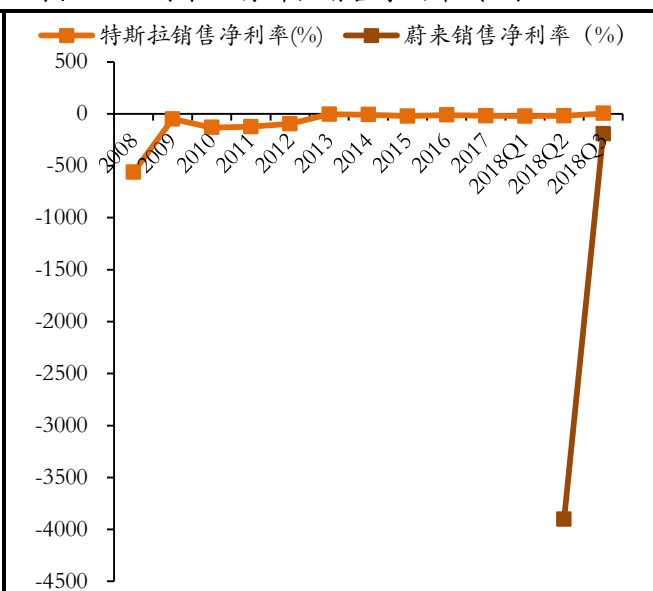
数据来源: 公司公告, Wind, 广证恒生

2018Q3 毛利率从 Q2 的-333.09%提升至-7.9%, 净利率从-3901.87%提升至-191.24%, 盈利能力显著增加, 预计随着未来的规模效应增加、现金流情况改善、电池成本下降及销量增加, 19 年的毛利率可转正。 蔚来汽车 Q3 毛利率和净利率相对于 Q2 有较大提升的主要原因是 ES8 的交付量在第三季度为 3268 台, 相较于第二季度的 100 台, 环比增加 3168%。目前二季度 ES8 的单车收入为 44.8 万元而单车成本高达 185.5 万元; 三季度增加销量之后单车成本有所降低至 45.5 万元, 预计后续产量增加能可降低相关成本, 并提升毛利率。对比特斯拉发现, 蔚来 Q3 的毛利率与特斯拉当时 08 年的毛利率接近, 都是约-8%, 而蔚来的净利

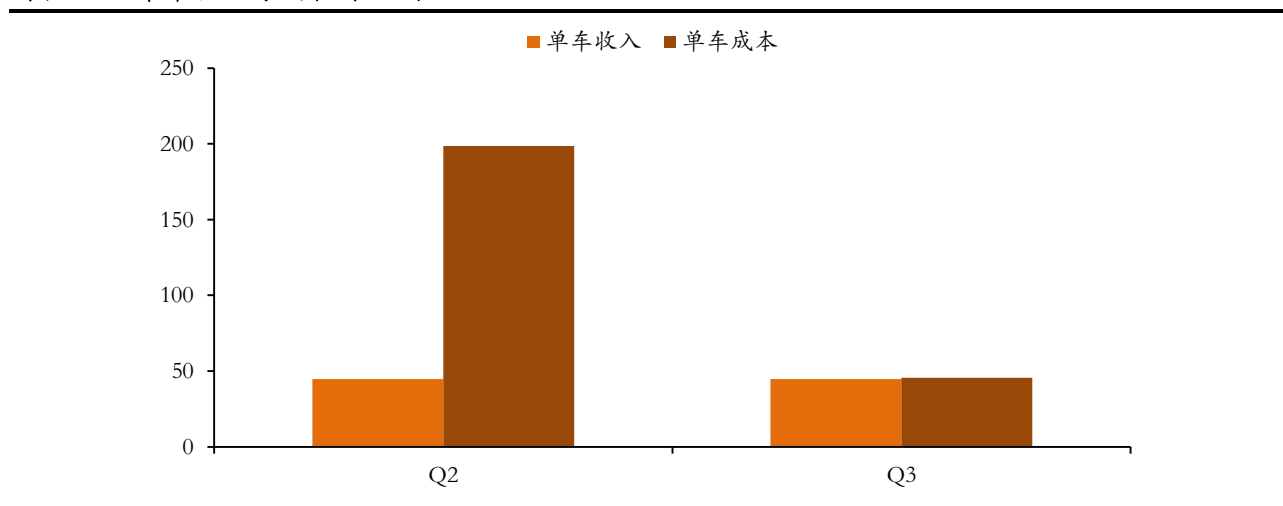
率在 Q3 的-191% 已高于特斯拉 08 年时的-561%。由于影响毛利率主要的因素为材料成本和固定成本，随着未来的规模效应增加、现金流情况改善、电池成本下降及销量增加，预计未来 19 年的毛利率可转正。参照特斯拉情况，在第一款车型发布后第二年的 09 年时，毛利率也转正至 8.5%。蔚来 18 年 Q3 的营业费用为 27 亿，同比增长 56.44%，营业费用主要由研发费用和销售成本、综合开销及行政管理费用（三费）这两大块构成，这两块费用都有增长的趋势。

图表 47：蔚来、特斯拉销售毛利率 (%)


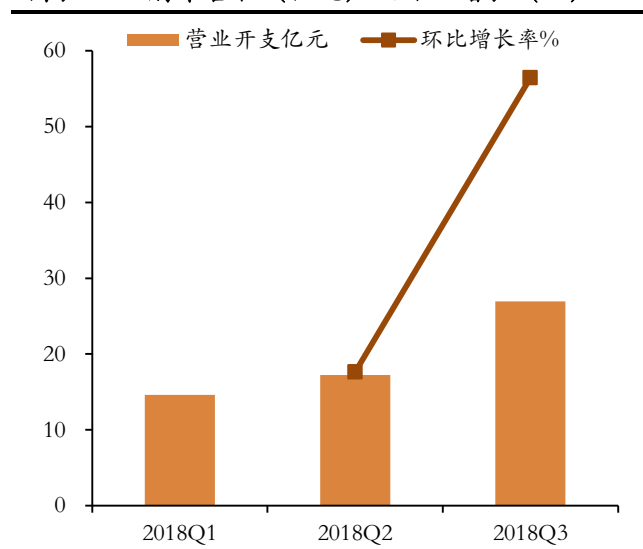
数据来源：公司公告，Wind，招股说明书，广证恒生

图表 48：蔚来、特斯拉销售净利率 (%)


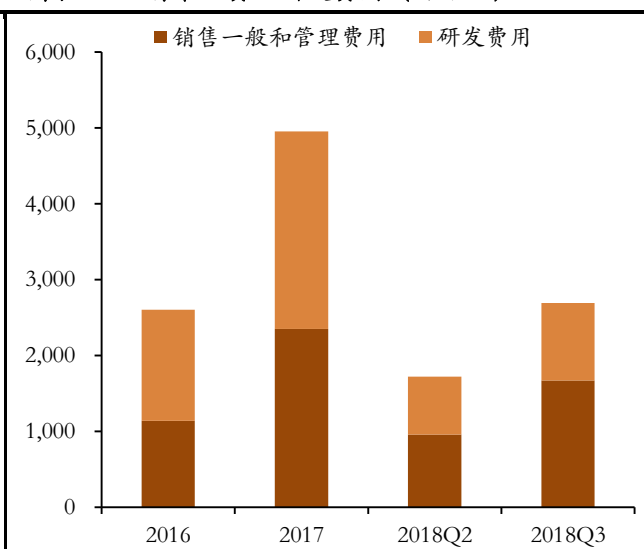
数据来源：公司公告，Wind，招股说明书，广证恒生

图表 49：单车收入与成本 (万元)


数据来源：公司公告，广证恒生

图表 50: 蔚来营收 (亿元) 及环比增长 (%)


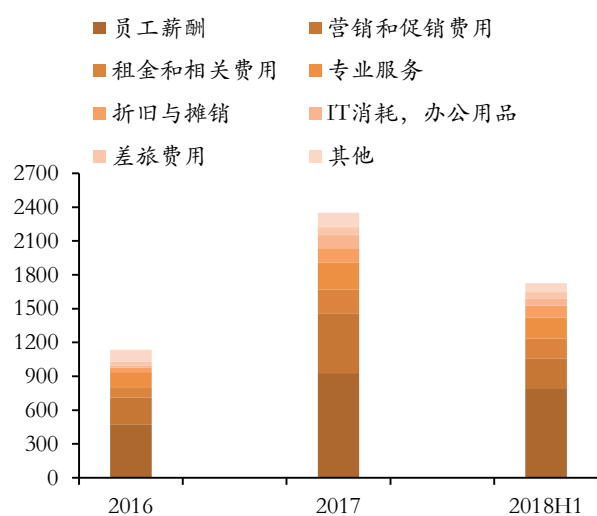
数据来源: 公司公告, Wind, 招股说明书, 广证恒生

图表 51: 蔚来三费及研发费用 (百万元)


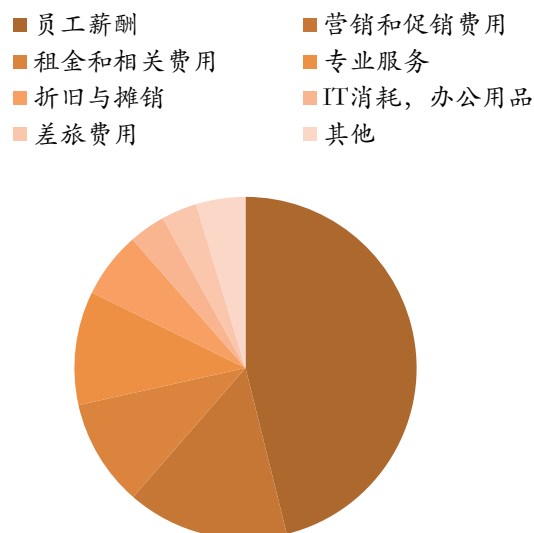
数据来源: 公司公告, Wind, 招股说明书, 广证恒生

6.2 研发费用和三费大幅上升, 其中人工成本和租金占比最大

三费从16年的11.37亿元到2017年的23.51亿元, 同比升106.71%, 18年H1为17.3亿元, 费用增速较快直接影响公司的盈利能力。销售成本、综合开销及行政管理费用由7类构成, 参照18年H1数据: 员工薪酬(46.1%) 营销费用(15.3%) 租金(10.1%) 专业服务(10.8%) 折旧摊销(6.3%) 办公消耗(3.5%) 差旅费用(3.4%) 和其他(4.7%)。这7类中的最主要支出是员工薪酬、营销费用和租金。其中员工薪酬中, 在2018H1的费用为7.96亿元。截至2018年6月, 蔚来汽车当前共有6231名员工, 其中共有1835名研发人员及4396名其他人员, 其他人员的人均成本约18万元。另外, 租金费用在18年H1为1.7亿元, 整体租金费用较高。公司目前有12个NIO houses分布在不同城市, 其中, 蔚来汽车在太古汇门店的投入约达到8000万人民币, 北京东方广场的年租金预计在8000万人民币左右, 上海中心的年租金至少要达到上亿元人民币, 这些都需要很大的资金投入, 对蔚来在费用管理上有一定影响。由于新车上市及蔚来中心的开设, 预计未来两年的相关费用仍将大幅提升, 尤其公司还计划在深圳、西安、合肥、苏州、成都等地至少再开五家蔚来中心。

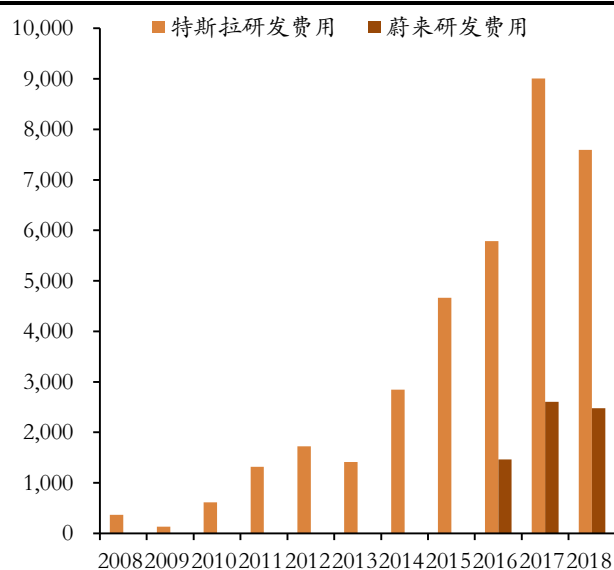
图表 52: 蔚来三费构成 (百万元)


数据来源: 公司公告, 招股说明书, 广证恒生

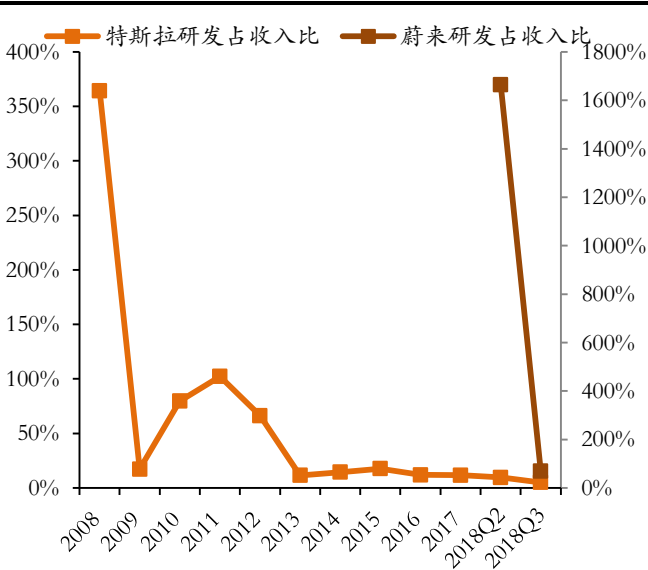
图表 53: 蔚来三费构成占比 (%)


数据来源: 公司公告, 招股说明书, 广证恒生

持续增加研发投入显示公司注重技术研发, 预料相关费用在未来仍会处于较高水平。2018 年 H1, 蔚来研发费用同比增 41.5% 至 14.6 亿元, 前三个季度研发费用总计 24.8 亿元。蔚来的研发费用与特斯拉创立初期的相比, 已经高出 3 倍之多, 也高于特斯拉发布首款车型后 6 年每年的研发费用。从研发费用率看, 特斯拉在上市初期, 研发费用率较高在 2008 年达到了 364%, 但是随着收入的增加, 其研发费用率整体是呈现一个下降的趋势, 直到 18 年的三季度, 其研发费用率已经降到 5.14%。蔚来的研发费用率在三季度随着销量增加而大幅降低, 达到 69.6%。蔚来的研发费用拆分中发现, 2018H1 的研发支出由五类构成: 设计和开发 (41.2%)、薪酬 (51.1%)、开销 (2.9%)、折旧和摊销 (2.5%)、租金 (1.0%) 和其他 (1.3%)。其中最主要的支出是设计开发和雇员成本支出, 分别高达 6.01 亿和 7.46 亿。2018 年 6 月, 蔚来汽车当前共有 6231 名员工, 其中共有 1835 名研发人员, 蔚来汽车通过研发费用支付的员工薪资为 7.455 亿元, 研发人员的人均成本人均约 40.6 万元。

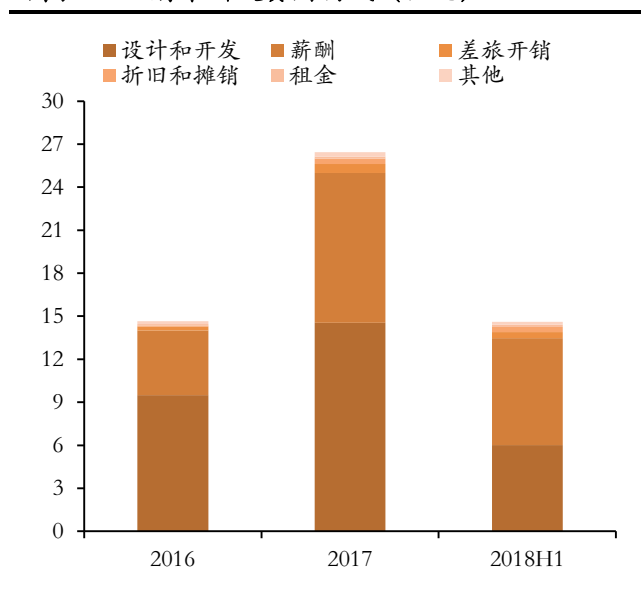
图表 54: 蔚来和特斯拉研发费用 (百万元)


数据来源: 公司公告, 招股说明书, Wind, 广证恒生

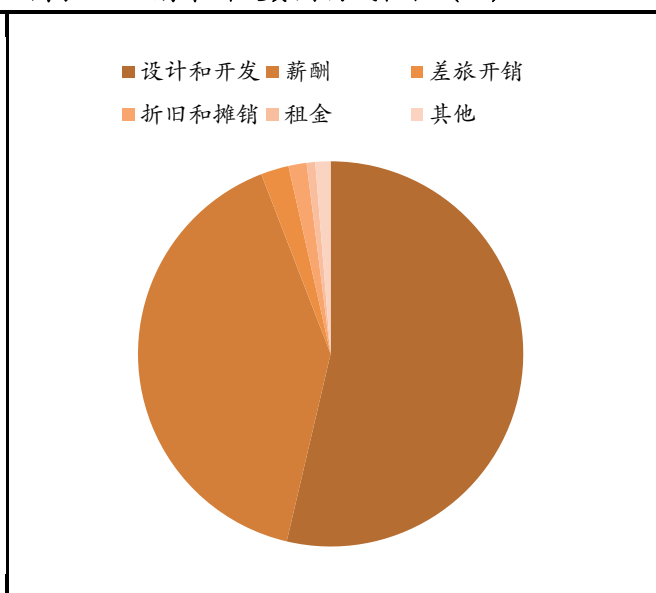
图表 55: 蔚来和特斯拉研发占收入比 (%)


数据来源: 公司公告, 招股说明书, Wind, 广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

图表 56: 蔚来研发费用构成 (亿元)


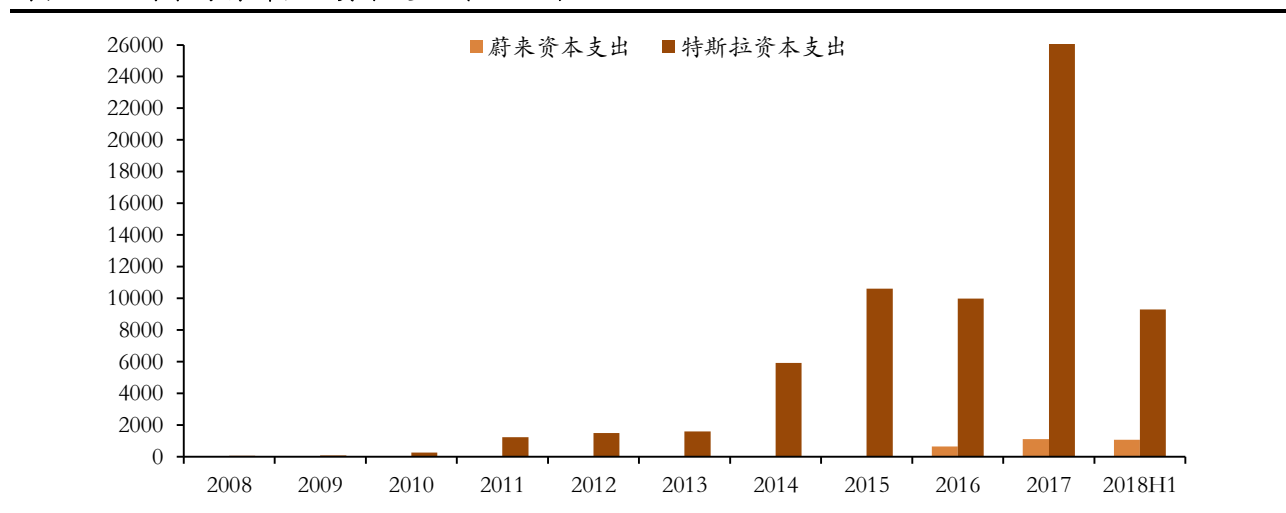
数据来源: 公司公告, 招股说明书, Wind, 广证恒生

图表 57: 蔚来研发费用构成占收 (%)


数据来源: 公司公告, 招股说明书, Wind, 广证恒生

6.3 资本支出不断增长, 未来或有更多融资需求

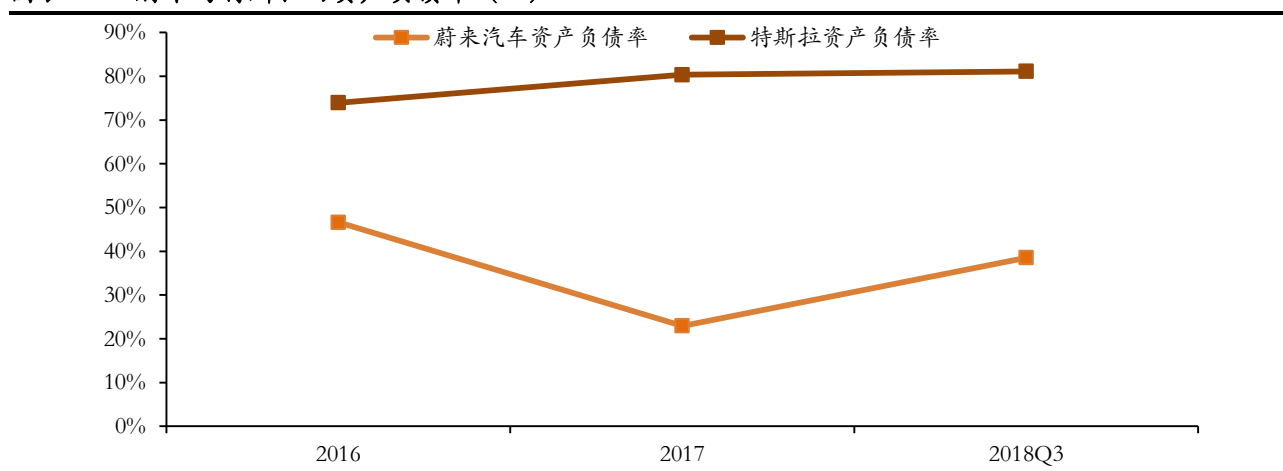
现阶段资本支出不断增长, 未来投入上海工厂建设和充电卡车安装, 将进一步扩大资本支出数额, 未来或会寻求更多的股权或债务融资。2016 和 2017 年的资本支出分别是 6.5 和 11.1 亿元、2018 上半年资本支出达到 10.8 亿元, 同比增长 129.8%。目前这些资本支出主要用于购置物业, 厂房、设备、无形资产, 模具和工具、IT 设备, 研发设备, 租赁改善, 办公空间, NIO 房屋和实验室改进以及推出电力解决方案。截至 2018 年 6 月, 因推出网络电源解决方案而产生人民币 6800 万的资本开支, 包括 NIO Power Home, Power Express 和其他解决方案。公司预计未来一年的资本支出约 17 亿美元, 包括在上海的制造工厂改进和安装设备以及用于研发和扩大销售和服务网络的支出, 以及蔚来计划在 2018 年底之前安装 40 到 80 个交换站和大约 400 辆充电卡车。持续增加的资本支出需求以目前蔚来的盈利水平并不足以支付, 我们预计蔚来汽车在未来或会寻求更多的股权或者债券融资。

图表 58: 蔚来与特斯拉的资本支出 (百万元)


敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

数据来源：公司公告，Wind，广证恒生

蔚来 2018Q3 资产负债率为 38.55%，主要融资方式为股权融资，相较于特斯拉的高负债融资经营，风险更低，且较强的偿债能力给后续的融资提供了保障。对比蔚来和特斯拉的资产负债率，蔚来的资产负债率远低于特斯拉。他们同样是长期亏损，并需要大量资金注入，资产负债率差别如此之大的主要原因是他们的融资方式的差别。特斯拉在公司创建的前 7 年，完全依靠私募资金和风投资金勉强维持。后期除了 2010 年 6 月通过首次公开招股(IPO)融资 2.25 亿美元后，还通过发行可转换债券、垃圾债券、融资租赁以及大量的贷款和债券等方式融资。截至 2017 年年底，特斯拉手头持有现金 34 亿美元，未偿还债务高达 94 亿美元，资产负债率也高达 81.3%，对比蔚来有较高的财务风险。

图表 59：蔚来与特斯拉的资产负债率 (%)


数据来源：公司公告，Wind，广证恒生

相对于特斯拉的高负债融资，蔚来的 IPO 融资方式对资产负债率影响较少。据了解，目前为止，蔚来已完成 6 轮融资，共获得约 150 亿元融资额，但两年半内蔚来汽车已经亏损 109.33 亿，与日俱增的资金短缺与竞争焦虑使得蔚来急于通过 IPO 以缓解资金困境。相较于其他融资方式，通过 IPO 的方式有利于大大缓解蔚来汽车的资金困境，对于蔚来汽车这样长期处于亏损状态的企业财务压力比较小，所以蔚来为了避免高负债的财务风险选择了股权融资作为其资金来源的主要方式。

图表 60：蔚来融资历程情况

融资轮次	时间	投资方	金额
A 轮	2015 年 6 月	高瓴资本、腾讯、京东、易车网、顺为资本	1 亿美元
B 轮	2015 年 9 月	红杉资本、愉悦资本、和玉另类投资	5 亿美元
B+轮	2016 年 6 月	Temasek 淡马锡、新桥资本、厚朴资本、联想集团、IDG 资本	1 亿人民币
C 轮	2017 年 3 月	百度、腾讯、华平投资、信中利资本、中金、今日资本、IDG 资本、海通国际	6 亿美元
C+轮	2017 年 5 月	光际资本创投、百度、腾讯、华平投资、高瓴资本创投	不详
D 轮	2017 年 11 月	腾讯、华夏资本、中信资本、Baillie Gifford、Lone Pine	10 亿美元
E 轮	2018 年 8 月	IPO 赴美上市	不超过 18 亿美元

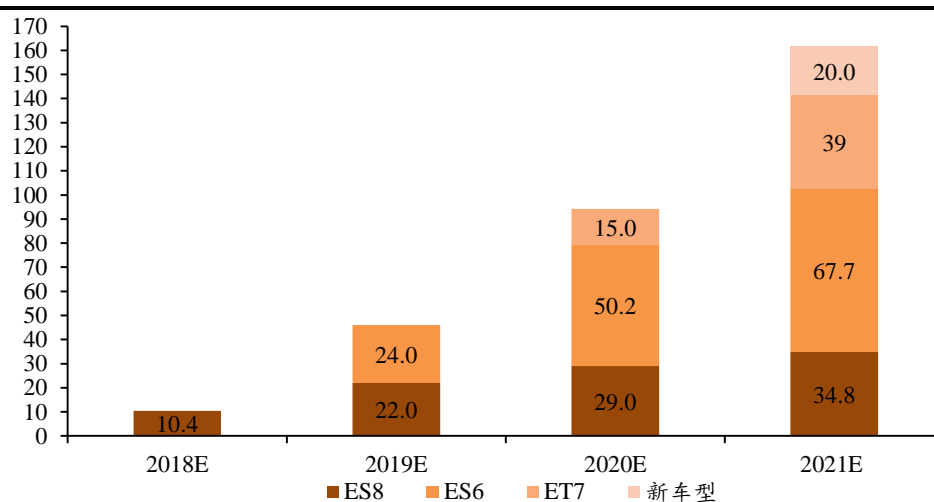
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

数据来源：企查查，广证恒生

7 车型销量及利润表预测

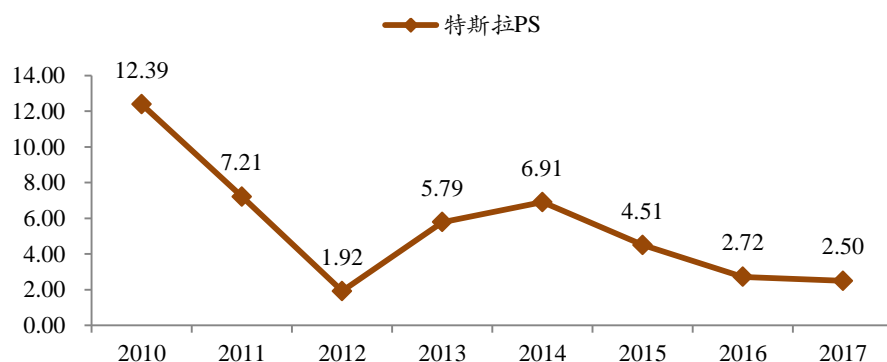
我们预计蔚来 ES8 在 2018 年销量可达到 10.8 千辆，所以 18 年全年蔚来的销量为 10.8 千辆。而 19-21 年的全年销量方面，根据中国 BEV 市场未来每年的销量预测，我们给予蔚来每年的市占率来估算蔚来每年的总销量。我们预计蔚来在 BEV 的市占率在 19-21 年分别为 5%/7%/8%，总销量分别约 46/94/161 千辆。在各车型方面，由于 18 年 ES8 只有约半年时间销售，我们预计 19 年销量将至少翻倍，具体 19/20/21 年 ES8 销量预测为 22/29/35 千辆，同比增速分别是 112%/32%/20%。我们预计 ES6 为主要销售车型，在 2019 年 H2 开始交付，19/20/21 年销量预计为 24/50/68 千辆，同比增速分别是 109%/35%/20%。轿车 ET7 预计 20 年 H2 开始交付，预计 20-21 年销量分别是 15/39 千辆。

图表 61：蔚来汽车每年车型销量预测（千辆）



数据来源：广证恒生

我们预计蔚来 2018-2020 年的收入分别是 46.6/193.3/381.9 亿元，19-20 年的同比增速分别是 495% 和 204%。毛利率方面，我们预计 18 年仍维持为负，19 年开始转正，具体 18-20 年毛利率预计为 -7%/13%/20%。净利润方面，我们预计蔚来最快在 2021 年才会录得盈利，18-20 年仍处于亏损状态，18-20 年分别亏损 96/76/40 亿元。由于蔚来是初创企业，短期内难以盈利。现阶段不适合用 PE 估值，我们认为 PS 估值更为合适。参考特斯拉历年 PS 估值区间，给予蔚来 2019 年营收的 2.5 倍 PS 估值，对应市值人民币 483.25 亿元（70.06 亿美元），目标股价为 6.83 美元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

图表 62: 特斯拉历年对应 PS


数据来源: Wind, 广证恒生 (注: 特斯拉历年 PS 以当年年末市值/下一年营收计算, 2018 年营收为预测值)

图表 63: 蔚来汽车利润表预测 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	-	-	4660	19329	38192
ES8			4562	9671	12511
ES6				9072	18202
ES7					5700
汽车收入			4562	18743	36413
服务及其他收入			98	586	1779
销售成本	-	-	-4987	-16816	-30554
汽车			-4630	-15932	-28766
服务及其他			-356	-884	-1788
毛利率	-	-	-7.0%	13.0%	20.0%
汽车			-1.5%	15.0%	21.0%
服务及其他			-261.9%	-51.0%	-0.5%
毛利	-	-	-326	2513	7638
汽车			-68	2811	7647
服务及其他			-258	-299	-8
研发费用	-1465	-2602	-5126	-4832	-4965
销售及行政费用	-1137	-2350	-4194	-5219	-6493
营业利润	-2602	-4954	-9647	-7538	-3819
利息收入	27.6	19	93	103	113
利息支出	-	-18	-75	-193	-382
权益投资收益	-	-5	-15	5	5
投资收入	3	4	-	-	-
其他净收入	3	-59	6	5	5
税前利润	2569	5013	-9638	-7619	-4078
所得税费用	-4	-8	-9	-17	-34
净利润	-2573	-5021	-9630	-7601	-4044

数据来源: 公司公告, 广证恒生

8 风险提示

- 新能源汽车行业竞争加剧
- 纯电动车增速放缓
- 江淮代工制造的质量风险
- 政府补贴政策变动风险
- 产量达不到预期的风险
- 成本费用不断增加带来的资金断裂风险
- 自动驾驶技术风险
- 充电方案不能满足车主需求的风险
- 系统升级慢，不能及时修复 Bug 的风险
- 续航里程不能满足客户需求的风险



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。