

中国新能源汽车行业

造车新势力：引领汽车电动化浪潮

我们认为，中国的新能源汽车市场在未来 5-10 年将具有巨大的增长潜力。根据我们测算，中国新能源汽车市场 2021-2025 期间销量年均复合增长率为 34%，渗透率将从 2020 年的 5.4% 翻了两番至 2025 年的 20%。我们认为蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车凭借其成功的产品、先发优势以及良好的融资能力，正在引领汽车电动化浪潮。展望未来，我们预计三家造车新势力在汽车智能化以新车型开发方面将全面领先同业。我们给予中国新能源汽车行业“优于大市”评级。我们的行业首选是理想汽车，推荐顺序为理想汽车>小鹏汽车>蔚来汽车。

- 我们预计中国新能源汽车 2021-2025 年间销量年均复合增长率将达到 34.2%。得益于 1) 补贴政策的延长和 2) 双积分政策的推动等政策利好，我们预计中国新能源汽车的销量将在 2021 年同比增长 40.1% 至 192 万辆。由于中国政府致力于培育新能源汽车行业，参考工信部设定务实的“2025 年渗透率达到 20%”的目标，中国新能源汽车市场 2021-2025 期间销量 CAGR 复合增长率为 34.2%。
- 造车新势力在赛道中处于领先地位。蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车（下称“三家新势力”）在此前竞争激烈的市场中突破重围，并在 2020 年实现了亮眼的交付成绩。我们认为三家新势力已经连续突破了企业发展早期的重要里程碑，并正在朝着可持续发展的方向前进。我们相信，1) 合适的产品车型推出节奏；2) 强大的融资能力以及 3) 差异化的市场定位，是三家新势力脱颖而出的关键因素。
- 差异化成长路径。新势力采取了截然不同的发展战略。蔚来汽车定位豪华品牌，提供优质服务同时打造优秀的用户社区文化。小鹏汽车在自动驾驶领域处于领先地位。理想汽车在精准产品定位和成本控制方面表现出色。截止 2020 年底，三家新势力分别拥有 300-420 亿元人民币的现金储备。我们认为三家新势力目前在竞争中处于有利位置，未来将花费更多的精力和资源来增强各自领先优势。
- 理想汽车是我们的行业首选。鉴于其未来 5-10 年的巨大增长潜力，我们首次给予中国新能源汽车行业“优于大市”评级。我们对于不同业务给予不同市销率倍数，并将 2025 年估值折现回 2021 年作为三家新势力公允价值。我们认为蔚来汽车领先的产品交付和服务货币化进展应获得估值溢价。我们给予蔚来汽车/小鹏汽车/理想汽车的目标价分别为 46.32 美元/43.12 美元/37.73 美元。根据目前的估值和股价上升潜力，我们将理想汽车作为行业首选。我们对此次所覆盖公司的推荐顺序为理想汽车>小鹏汽车>蔚来汽车。

- 行业风险：1) 半导体供应短缺；2) 产品缺陷；3) 竞争加剧。

同业估值

公司	股票代码	中国市场主要车型	2020 年交付量	股价 (美元)	市值 (百万美元)	2021 年营业收入预测 (百万美元)	2021 年市销率 P/S 倍数
特斯拉	TSLA US	Model 3, Model Y	499,550	677.00	652,175	49,270	13.2
蔚来汽车	NIO US	ES6, EC6, ES8	43,728	38.99	63,886	5,360	11.9
小鹏汽车	XPEV US	G3, P7	27,041	30.52	24,491	2,173	11.3
理想汽车	LI US	ONE	32,624	19.55	17,686	2,926	6.0

资料来源：公司资料，彭博，招银国际证券预测

优于大市
(首次覆盖)

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

隋晓萌、徐涵博、丁文捷对本报告亦有贡献

2021 年交付量预测

蔚来汽车	87,175
小鹏汽车	48,499
理想汽车	57,092

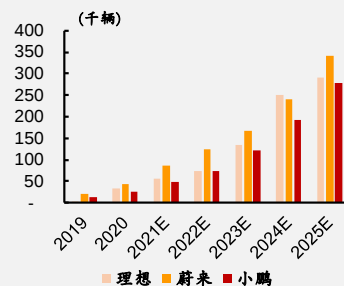
资料来源：招银国际证券预测

2021 年营业收入预测 - 百万人民币

蔚来汽车	33,069
小鹏汽车	9,093
理想汽车	16,564

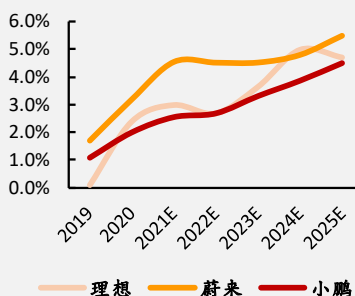
资料来源：招银国际证券预测

2021-2025 年三家新势力销量预测



资料来源：招银国际证券预测

2021-2025 年三家新势力市场份额预测



资料来源：招银国际证券预测

目录

中国新能源汽车市场前景展望	3
乘用车销售恢复增长轨道.....	3
中国汽车市场仍具备中长期增长潜力.....	4
豪华车正在获得市场份额.....	4
新能源汽车市场具有巨大的增长潜力.....	6
蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车是中国汽车电动化的领导者.....	10
差异化的发展道路.....	12
与特斯拉的竞争.....	27
MCU 供应短缺可能是短期风险.....	28
销售和盈亏平衡预测.....	29
估值与行业首选.....	32
风险因素.....	35
蔚来汽车 (NIO US)	36
小鹏汽车 (XPEV US)	51
理想汽车 (LI US)	64

中国新能源汽车市场前景展望

我们感受到中国新能源汽车市场巨大的增长潜力。我们预计中国新能源汽车 2020-2025 年间销量将从 2020 年的 137 万辆增加到 2025 年的 621 万辆，复合年增长率达到 34.2%。我们还预计中国新能源汽车的销售渗透率将从 2020 年的 5.4% 扩大到 2025 年的 20%。

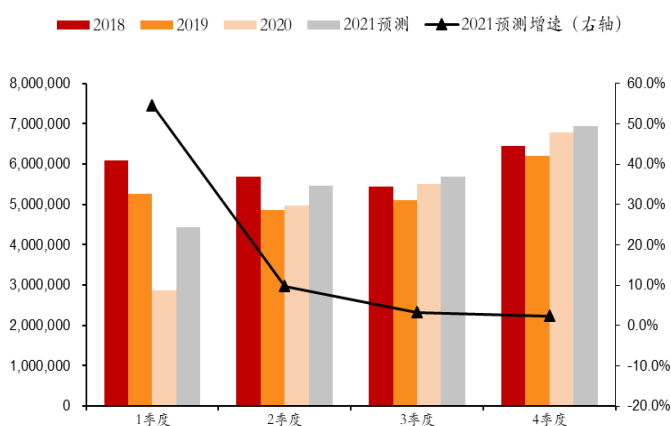
我们认为，中国新能源汽车市场高速增长有坚实的基础。在微观层面上，我们观察到消费者对新能源汽车的认可度和接受度显著提高，并且有证据表明新能源汽车的消费已朝着主流 B 级及 C 级市场渗透。不断发展的新能源汽车技术，例如续航里程的显著提升以及智能座舱的搭载，已经使得消费者获得了更好的用户体验。

在宏观层面上，我们还看到政府强有力的政策支持，为中国新能源汽车市场的长期增长奠定基础。中国政府已经制定了《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》，并且非货币政策工具将在 2023 年后取代补贴等货币性消费刺激措施。由于各种原因，中国乘用车市场在 2018-2020 年度连续三年下降。我们预计 2021 年整体市场将恢复到增长轨道。我们预计中国乘用车将在“汽车下乡”等刺激政策的推动下，在 2021 年实现 12-14% 的高增长。我们还认为，随着中国消费者的消费能力增强以及消费升级意愿的提升，豪华车将获得更大的市场份额。我们认为新一轮汽车需求增长即将到来，新能源汽车处于完美的位置以迎接高增长的浪潮。

乘用车销售恢复增长轨道

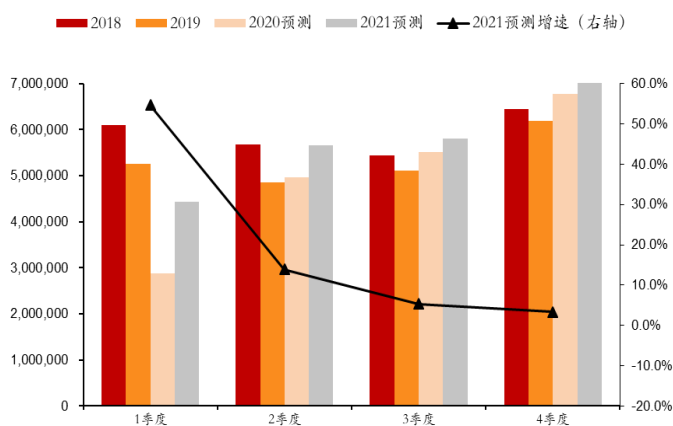
中国乘用车市场在 2018-2019 年度分别同比下降了 4%/ 9%。2020 年，由于新冠肺炎疫情的影响，中国乘用车销量连续第三年下降，同比下跌 6% 至 1818 万辆。行业销量下滑对汽车制造商利润产生极大的负面影响，并导致了市场的持续整合。为提振汽车市场，国务院于 2020 年 12 月重新启动“汽车下乡”等消费刺激政策。我们认为，相关政策将鼓励农村地区首次购车需求，提振入门级和中端乘用车市场。我们预计，随着销量增长的恢复，头部汽车制造商的经营杠杆将稳步提高。得益于经济增长和政策支持，我们预计 2021 年中国乘用车市场将恢复增长轨道，实现 12-14% 的两位数增长。我们认为 2021 年将成为中国下一个乘用车增长周期的里程碑之年。

图 1: 2021 年中国乘用车销量预测：基准情形



资料来源：中汽协，招银国际证券预测

图 2: 2021 年中国乘用车销量预测：乐观情形



资料来源：中汽协，招银国际证券预测

中国汽车市场仍具备中长期增长潜力

我们对中国汽车市场仍具备中长期增长前景感到乐观。据世界银行的统计，到 2020 年，中国每千人的汽车数量估计约为 190 辆，仍然显著低于东亚儒家文化圈的日本/韩国的千人 400-600 辆水平。我们预计，中国居民的可支配收入将伴随经济的持续增长而抬升，成为中国汽车市场在中长期增长的主要推动因素。

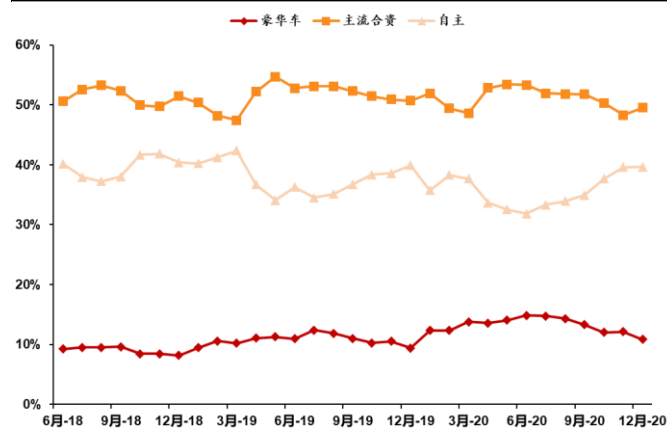
豪华车正在获得市场份额

根据乘联会的数据，不同于整体乘用车下滑趋势，2020 年中国豪华车（售价超过 30 万元人民币）的销量为 324 万辆，同比增长 6.5%。广义的豪华车（包括特斯拉，蔚来和理想）总销量达到 346 万辆的，同比增长 11.4%。

豪华汽车市场份额继续从 2019 年的 10.7% 增至 2020 年的 13.1%。根据我们预计中国经济将继续保持中高速的稳定增长，居民购买力提升的同时，贫富差距将逐步收窄。更多居民消费者将同时具备消费能力和消费意愿，因此使得豪华车品牌的市场份额将继续保持增长。

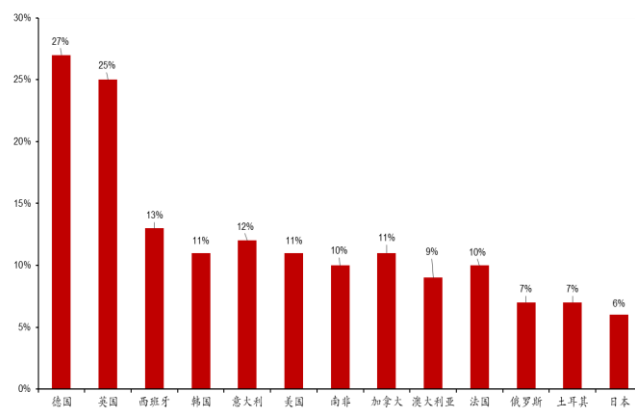
在豪华车领域，三大传统豪华品牌 BBA（宝马，梅赛德斯·奔驰和奥迪）已经占据了约 70% 的市场份额。2020 年，一线和二线城市仍然成为是豪华车消费的主力军，同比增速分别为 12%/ 9%。同时，豪华车下沉趋势明显，三线和四线城市的也分别实现 9%/ 8% 的可见增长。

图 3: 中国乘用车细分市场占比：按级别



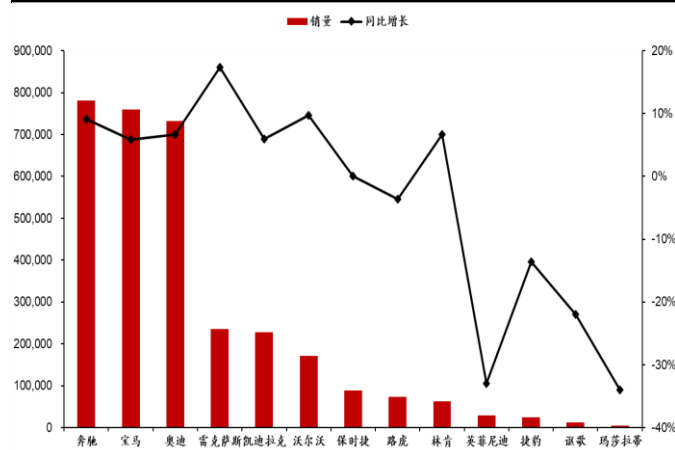
资料来源：中国汽车流通协会，招银国际证券

图 4: 豪华车市场占比：国别对比



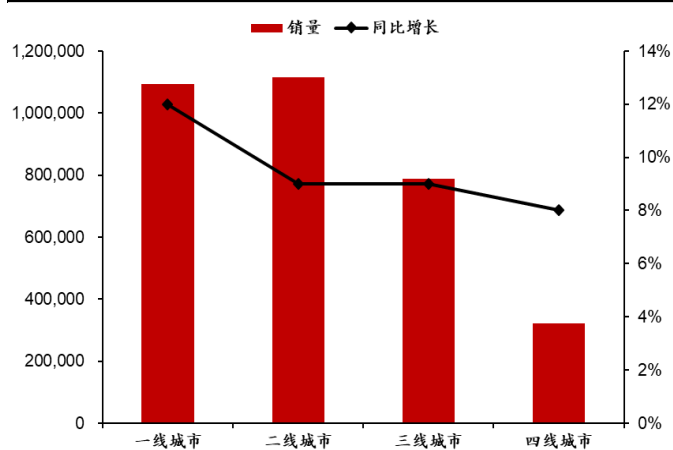
资料来源：Global Insight 01/2019，招银国际证券

图 5: 2020 年中国主要豪华车品牌销量



资料来源：中国汽车流通协会，招银国际证券

图 6: 2020 年豪华车品牌销量：按城市级别划分



资料来源：中国汽车流通协会，招银国际证券

新能源汽车市场具有巨大的增长潜力

我们认为，在能源结构转型的背景下，中国新能源汽车市场具有巨大的增长潜力。新能源汽车同时将有助于实现中国汽车工业的跨越式发展。中国的新能源汽车市场的培育最初是通过大量补贴来促进的，同时在政策变化时市场遭遇了一些波折。进入 2021 年，我们认为中国新能源汽车市场已经发展成熟，主要基于以下观察：1) 中国已经形成了全球最大的新能源汽车消费市场；2) 新能源汽车成本持续下降，预计到 2023 年将达到与燃油车同价；

(3) 政府政策已经建立了坚实的基础，从补贴驱动转向了非货币型长期发展机制；4) 新能源汽车向高端车型将带来行业变革与机遇。我们以工信部提出务实的“2025 年 20% 新能源汽车渗透率目标”作为测算基础，预计中国新能源汽车的销量将在 2021 年-2025 年间达到 34.2% 的 CAGR 复合年增长率。我们认为中国新能源汽车的未来发展空间很大，增长前景广阔。

新能源汽车行业发展：跨越式战略

我们认为三个主要考量共同促进了在中国新能源汽车行业的发展。1) 中国原油进口依赖度超过 70%，使得新能源汽车的发展成为减少石油进口依赖和确保能源安全的必然选择。2) 由于化石燃料汽车的污染已成为中国社会的关注焦点，因此新能源汽车成为缓解空气污染压力的良方。3) 与传统燃油车相比，新能源汽车制造业采用的技术路线与要求有根本性改变，为中国汽车行业实现换道超车与跨越式发展提供了百年之机遇。

政府政策为行业长远发展奠定了坚实的基础

从中国新能源汽车发展的开始，中国政府就提供了巨大的支持。回顾新能源汽车发展历史，2001 年 9 月，中国科技部在“十五”期间的国家“863”计划中，特别设立了电动汽车重大专项。但是我们看到，中国新能源汽车真正进入发展期是 2012 年。2012 年国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》正式实施以来，我国新能源汽车产业发展迈上新台阶。2020 年 11 月，国务院发布了《新能源汽车产业发展规划》（2021-2035），为中国新能源汽车行业未来 15 年的发展奠定了基础。

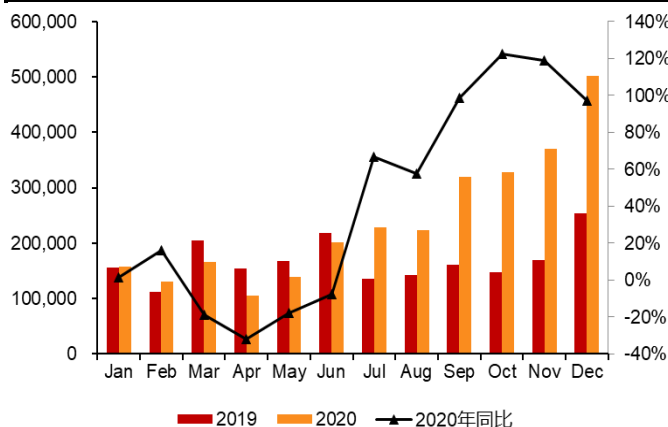
财政补贴助力中国成为全球最大新能源汽车消费市场

强有力的财政补贴是中国成为全球最大新能源汽车消费市场的主要推手之一。自 2015 年以来，中国在新能源汽车的生产和销售方面均连续六年全球排名第一。到 2020 年，尽管受到新冠疫情的影响，中国 2020 年新能源汽车销量仍然实现 137 万辆，占全球新能源汽车销量的 40% 以上。过往成就很大程度上受益于政策的支持。由于政府对新能源汽车制造商的补贴降低了终端零售价格，从而有助于扩大终端用户需求。

在中国新能源汽车发展的初期，政府采取各种产业政策来刺激新能源汽车的购买需求。主要的政策工具包括财政补贴，购置税减免和购买限制豁免（主要在一二线城市）等。从 2019 年开始，政府逐渐取消了对制造商的直接补贴支持，并将财政支持转移给了用户。政府希望，新能源汽车产业能够在没有政府任何支持的情况下，形成与燃油车相当的自身竞争力，实现行业长期健康发展。

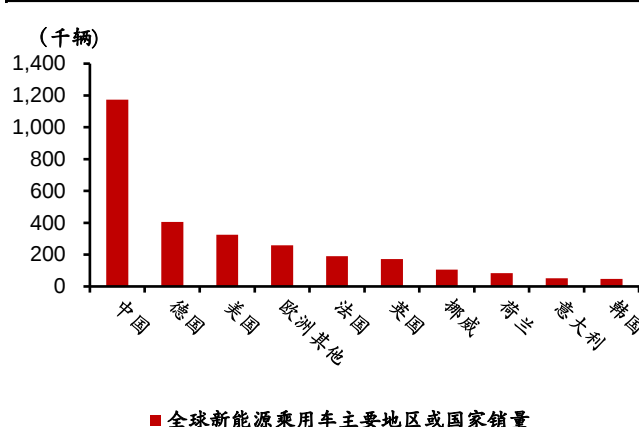
在过去十年中，我们估算中央和地方政府以各种方式向新能源汽车行业提供了 2,000-3,000 亿元人民币的补贴。2016 年，财政部曝光了一些新能源汽车公司的骗补行为后，使中央政府从 2017 年开始逐渐减少财政补贴。补贴政策的调整导致新能源汽车销售在过去两年中经历一些坎坷。即便如此，由于新能源汽车竞争力的增强以及消费者的认可度的提升，我们看到 2020 年新能源汽车销量仍然实现强劲反弹。

图 7: 2019/2020 年全球新能源乘用车销量



资料来源：高工锂电，招银国际证券

图 8: 2020 年新能源乘用车销量：按国家



资料来源：高工锂电，招银国际证券

非货币政策工具将成为未来增长动力

随着中国新能源汽车市场逐步成熟以及造血能力的形成，我们预计中国政府将逐步减少政策支持。2018 年 7 月，中国正式放宽了对外资在华设立新能源汽车公司的准入限制。特斯拉 (TSLA US, 未评级) 作为全球新能源汽车的先行者，凭借其先发优势，在中国设立了上海超级工厂，并在 2020 年取得了令人瞩目的销量表现。我们认为，引入竞争和削减补贴支持将迫使中国新能源汽车公司加速创新。

短期内，工信部在 2020 年 4 月 23 日正式将新能源汽车的财政补贴延长三年，至 2022 年年底。从长远来看，工信部在 2020 年 11 月 2 日正式发布了《新能源汽车产业发展计划（2021-2035）》。根据“计划”，中国将设定一个务实的渗透率目标，即 2025 年新能源汽车的销量占汽车总销量的 20%。同时，工信部于 2020 年 6 月修订了新版《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》（俗称双积分政策），将自 2021 年起执行，以促进未来燃油车油耗的改善并促进新能源汽车销量的提升。我们认为双积分政策对行业的重塑将逐步显现，成为新能源汽车发展的长期政策支持。

随着补贴支持的逐步退出，我们预计中国新能源汽车市场将经历一个市场整合阶段。2020 年开始，部分汽车制造商破产重组。我们预计随着行业变革加速，传统汽车制造商和一些新能源汽车厂商也将面临越来越多的挑战。但是，随着市场蛋糕的扩大和良性竞争格局的出现，我们认为领先的行业参与者将受益于整体市场变化。

图 9: 新能源乘用车国补退坡时间表 (人民币/辆)

续航里程(工况法、	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
100≤R<150	25,000	20,000	-	-	-	-	-	-
150≤R<200	45,000	36,000	15,000	-	-	-	-	-
200≤R<250	45,000	36,000	24,000	18,000	-	-	-	-
250≤R<300	55,000	44,000	34,000	18,000	-	-	-	-
300≤R<400	55,000	44,000	45,000	18,000	16,200	12,960	9,072	-
400≤R	55,000	44,000	50,000	25,000	22,500	18,000	12,600	-
插电混动	30,000	24,000	22,000	10,000	8,500	6,800	4,760	-
退坡幅度		-20%	14%	-50%	-10%/-15%	-20%	-30%	-100%

资料来源: 工信部, 招银国际证券

新能源汽车逐步切入汽车消费主流市场

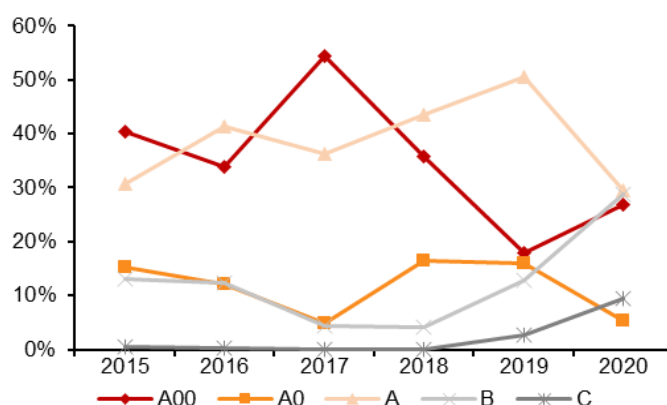
我们认为 2020 年是中国新能源汽车发展的里程碑之年。我们观察到新能源汽车消费展现出明显的消费升级趋势, 背后反映出消费者对新能源汽车认可度和接受度的不断提高, 以及高端新能源汽车需求有所释放。

自 2017 年以来, A00 级新能源汽车占比开始下降。A00 级新能源汽车的销售占比从 2017 年的 54% 下降到 2019 年的 18%。与此同时, A 级新能源汽车占比逐渐增加从 2017 年的 36% 增加到 2019 年的 51%。B/C 级新能源汽车占比也从 2018 年的 4%/ 0% 上升到 2019 年的 13%/ 3%。2020 年, B/C 级新能源汽车占比分别进一步攀升至 29%/ 10%, 反映出新能源汽车认可度大幅度提升。

2020 年, 特斯拉中国凭借其 A 级轿车 Model 3 实现了惊人的销售业绩。同时, 我们还观察到许多传统汽车制造商也加快其电动化步伐。例如, 自 2020 年以来, BBA (戴姆勒 EQ 系列, 宝马 i 系列和奥迪 e-tron 系列) 已加快了其电动化战略。我们预计希望各传统车企将陆续推出不同级别新能源产品, 从而形成一条完整的新能源车型产品线。我们预计 B/C 级新能源产品将开始与传统燃油车型进行正面较量, 加剧新能源车企与传统车企之间的竞争。

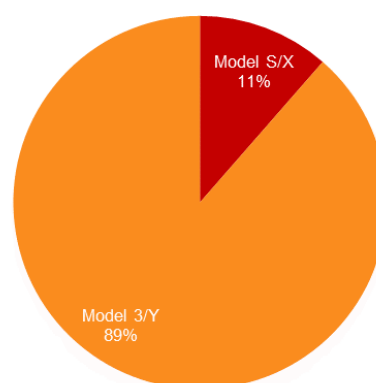
随着新能源汽车消费逐渐成为汽车消费市场主流, 我们预计随着高端车型销售占比的提升, 新能源汽车市场销量以及均价将实现双双抬升。

图 10: 国新能源乘用车销售占比: 按级别



资料来源: 乘联会, 招银国际证券

图 11: 2020 年特斯拉全球销量: 按车型



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

我们预计中国新能源汽车 2025 年销量达到 621 万辆，2021 - 2025 年间将实现 34% 复合年增长率

长期增长潜力巨大

虽然新能源汽车的制造成本在未来三年内将逐步降低，但我们认为新能源汽车零售价在任何补贴的情况下，仍将高于同款传统燃油车。在充分认识到这一事实之后，政府已将补贴计划在原先 2020 年完全退出的情况下延长三年。除了财政补贴，我们认为其他政策趋势，例如（1）双积分政策；（2）科研技术支持（产学研结合、科研立项）；（3）充电端补贴；将会对新能源汽车行业发展提供额外的支持。

生产成本端，我们期望新能源汽车将在 2023 年至 2025 年间与传统燃油车实现成本平价。中汽研在其《2050 年中国传统和新能源汽车发展趋势研究》报告中提到，从综合成本（制造成本、便利性成本、安全性成本）来看，新能源汽车要达到与燃油车成本平价需要 5 到 10 年。我们认为随着制造成本差距的迅速缩小以及零售价格的下降，未来 3-5 年内新能源汽车的销量将会激增。当成本平价接近实现时，新能源汽车的市场份额（相比传统燃油车）将加速扩大。

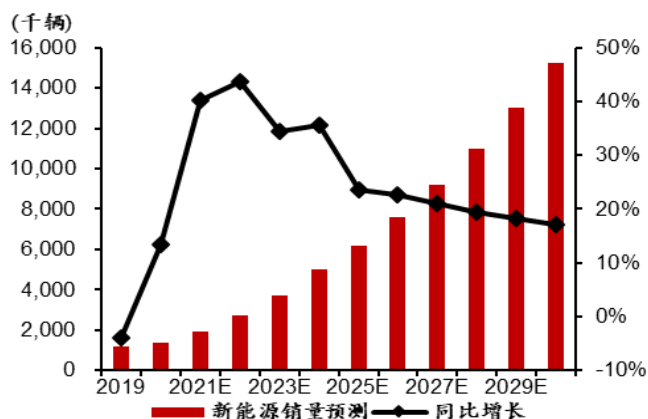
综上所述，我们预计从 2023 年开始，新能源汽车的销量将加速增长，同时也将伴随着车型销售结构的改善。我们以工信部设定的“2025 年的新能源汽车渗透率达到 20%”为测算依据，预计 2025 年中国新能源汽车的销量将达到 621 万辆，其中 2021 年至 2025 年间将实现 34% 的复合年增长率。我们认为，新能源汽车整车厂及相关新能源汽车零部件公司都将从未来的高速增长中受益。

图 12: 国际能源署对全球新能源汽车渗透率预测



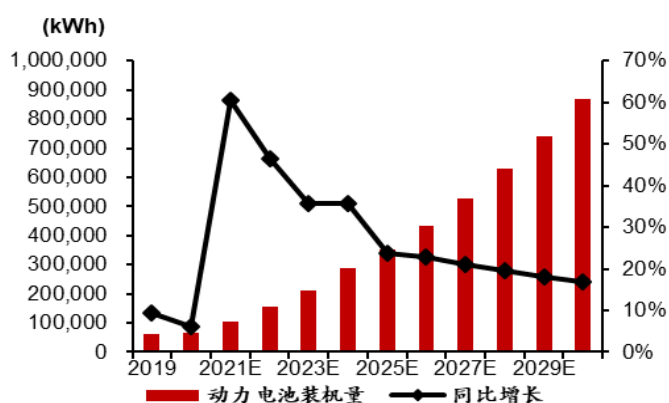
资料来源：国际能源署，招银国际证券

图 13: 中国新能源汽车销量预测



资料来源：中汽协，招银国际证券预测

图 14: 中国动力电池装机量销量预测



资料来源：高工锂电，招银国际证券预测

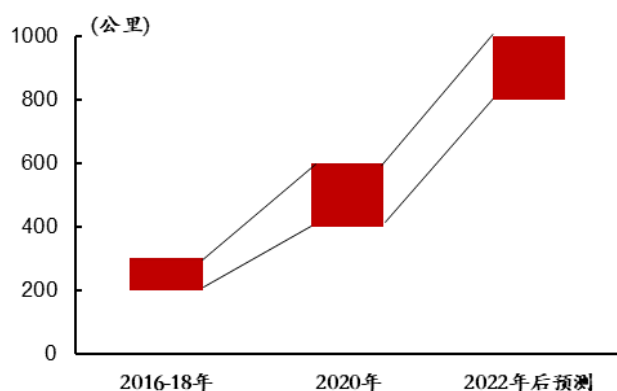
蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车是中国汽车电动化的领导者

2020 年表现优异

我们认为 2020 年对于造车新势力来说是伟大的一年。随着动力电池前沿技术显著提高续航里程，中国消费者对新能源汽车的接受度大大提高。如今，主流新能源车型续航里程达到 400 公里至 600 公里，而 2018-19 年约为 200 公里至 300 公里。我们认为四大新势力正在引领中国的汽车电动化浪潮，分别是蔚来汽车（NIO US），小鹏汽车（XPEV US），理想汽车（LI US）和威马汽车（WM，未上市）。这些参与者不仅在激烈的市场竞争中脱颖而出，而且在 2020 年实现了令人瞩目的销量表现。我们在报告以下部分中的讨论主要集中于蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车（合称为三大造车新势力）。

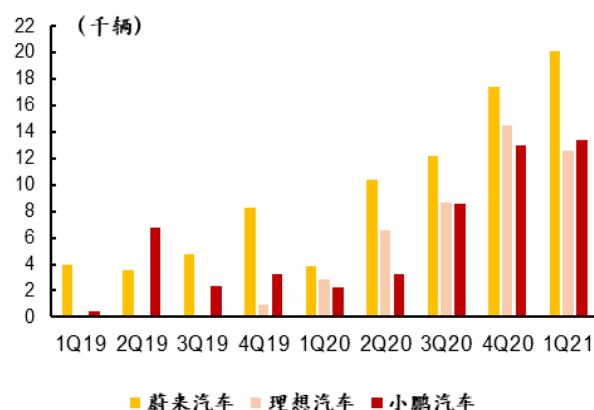
就 2020 年交付对比来看，蔚来汽车位居第一，共交付了 43,728 辆。理想汽车、小鹏汽车、威马汽车紧随其后，分别交付了 32,624 辆 / 27,041 辆 / 22,495 辆。新势力车型共性为 1) 高性能动力总成；2) 智能座舱；3) 高级辅助驾驶功能；4) 通过 FOTA 实现持续升级等，与传统燃油车相比提供了非凡的用户体验。我们相信这些因素有助于塑造新势力的竞争优势，提高消费者认可度并逐步形成品牌知名度。此外，我们认为新势力通过出色的客户服务和颠覆性的技术创新为自己创立了细分市场蓝海。

图 15: 动力电池技术升级，主流新能源汽车续航里程不断提高



资料来源：招银国际证券预测

图 16: 新势力季度交付量在 2019/20 年度持续增长



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

竞争格局：新进入者的大门正在关闭

2020 年也是造车新势力的分水岭。一方面，我们见证了一线玩家的成功，另一方面，我们也看到了一些曾经具有影响力的名字遭受的挫折，例如拜腾，赛麟，众泰和长江等。尽管中国的新能源汽车市场仍处于发展初期阶段，但我们认为新进入者的大门正在关闭。我们认为，有几项试金石可以测试公司能否生存，包括

1. 推出市场认可的车型；
2. 持续融资以支持研发和生产；
3. 实现批量生产和交付；
4. 不断推出新车型。

我们相信蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车、和威马汽车均已通过这些测试，并正在朝着可持续发展方向发展。未来，随着传统车企加快电动化发展步伐，以及百度（BIDU US / 9888 HK），小米（1810 HK）甚至苹果（AAPL US）等资本雄厚的科技巨头加入造车游戏，我们预计竞争将会加剧。我们认为汽车制造资质和融资能力是新进入者的两个主要障碍。

在现阶段，随着中国新能源汽车市场的加速增长，我们认为新能源汽车正在从传统厂商手中夺取市场份额，而新势力内部的竞争并不那么激烈。

与传统汽车制造商相比，新势力负担更轻

我们认为新势力与传统汽车制造商相比具有自然优势，即关键优势之一是新势力没有历史负担。在 2020 年销量成功爬坡之后，蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车在交付量和资本市场融资方面均取得了丰收。他们将在未来几年内对特定的某些重点新技术（例如尖端动力电池解决方案，智能驾驶舱和自动驾驶）进行大量投资，以进一步使自己脱颖而出。

而传统汽车制造商则需要兼顾燃油车产业链相关的业务。在维持现有燃油车业务的同时，传统车企需要同时建立新能源汽车生态，搭建从设计研发、生产和质量控制、销售渠道、售后服务等各个环节。因此，与新势力相比，传统厂商需要投入更多的资本和资源。

是什么让 NIO, XPEV 和 LI 脱颖而出？

我们相信，蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车在中国大约 200 家新能源汽车制造商中脱颖而出的三个共同优势是：1) 适时推出成功的车型，2) 强大的融资能力以及 3) 通过特定的研发重点实现差异化定位。

到目前为止，蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车各自在市场上至少有一种畅销的车型。不断增长的交付量数字增强了市场信心，从而反过来帮助这些领先企业通过股权融资成功筹集资金，建立具有充裕现金储备的资产负债表（截止 2020 年底，各新势力拥有 200 - 300 亿元人民币在手现金）并支持他们进行新车型以及特定技术（智能驾驶舱和自动驾驶）的研发。

差异化的发展道路

在分享一些共同优势的同时，我们认为三家新势力创造了截然不同的产品组合和发展策略。

我们从以下六个方面对这三个公司进行了比较：

- 1) 创始人及其管理风格；
- 2) 市场定位和消费者画像；
- 3) 品牌和销售渠道；
- 4) 车型规划；
- 5) 智能化；和
- 6) 生产基地。

创始人及其管理风格

蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车的创始人在互联网行业拥有深厚的背景，都是具有连续成功经验的企业家。因此相关背景帮助三家新势力吸引了风投机构和互联网巨头关注，并在早期融资中为其提供资金支持。

三位创始人为三家新势力带来了互联网思维，使得他们优先考虑构建“以用户体验为中心”的产品和服务，而不在意短期获利能力。他们还擅长于建立口碑裂变并建立自己的用户生态系统。如果我们回顾他们的发展历史，三家新势力都经历了“反复试验并不断修改产品定位和业务策略”之过程，即是互联网思维的完美体现。

我们相信三位创始人在自己公司内部具备影响力的同时，也成为社交媒体中的 KOL。他们在社交媒体上的活跃曝光吸引了众多的追随者，为他们的品牌带来了更多的流量，但没有任何营销费用。

通过同股不同权的架构安排，三家新势力均确保了创始人对公司的绝对化控制权。他们分别拥有 11.5%-19.8%的股权，但拥有 41.30%-71.2%的投票权。三家新势力还制定了股权激励计划，以留住人才并使管理利益与公司保持一致。

图 17: 造车新势力创始人背景

造车新势力	蔚来汽车	小鹏汽车	理想汽车
创始人	李斌	何小鹏	李想
以前公司和职位	易车网创始人兼首席执行官	UC 浏览器联合创始人	汽车之家创始人兼首席执行官
受益所有权	11.50%	25%	19.80%
投票权	41.30%	57.40%	71.20%
科技巨头支持	腾讯	阿里巴巴，小米	美团，字节跳动

资料来源：招银国际证券

市场定位和消费者画像

新势力的市场定位大相径庭，各自专注于强调自身的差异化产品组合。与传统汽车企业的木桶效应相比，造车新势力充分发挥了长板效应，不断强化客户对特定功能的需求，并确定目标客户群。

蔚来汽车以高端定位和优质服务作为核心卖点。我们认为蔚来将其基本服务范围扩展到了传统汽车制造商的服务范围之外，例如终身免费质保、免费换电服务、终身免费车联网、终身免费道路救援、终身免费异地加电。蔚来还提供“服务无忧”服务套餐，覆盖消费者常规用车过程中产生的各种困扰。优质的服务为蔚来汽车赢得了品牌声誉，但同时也消耗了许多内部资源并增加了公司的整体支出。蔚来汽车的价格范围为人民币 30 万至 50 万元人民币。

小鹏汽车更加专注于大众市场，并将产品定位为智能座舱和自动驾驶领域的领导者。小鹏汽车的价格范围在 15 万至 40 万元人民币之间。较低的价格区间和较低的运营成本也使小鹏汽车满足了部分网约车司机的购车需求。

理想汽车恰好针对多子女家庭用户。理想将其主要卖点建立在增程式动力总成和宽敞的车辆空间上。差异化动力系统有助于减轻由于充电基础设施不足所引起的里程焦虑问题。理想汽车突出了具有高性价比的特点，价格范围在 30 万至 40 万元人民币之间。

图 18: 造车新势力关键词

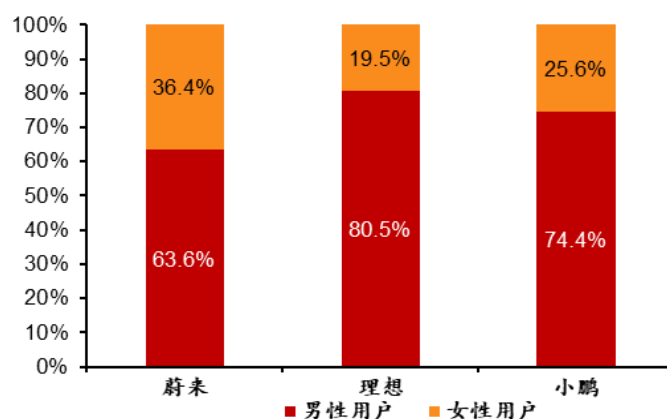
造车新势力	关键词
蔚来汽车	豪华品牌，服务生态，用户社区，BaaS，ADaS，NOMI
小鹏汽车	经济型，大众市场，自动驾驶，NGP
理想汽车	增程式，大空间，家庭用户，高性价比，高利润率

资料来源：招银国际证券

三家新势力不断增加的交付量已经为各家积累了可观的客户基础。由于他们将移动 APP 用作提供服务的关键。尽管样本选择和调查时间可能会造成一些偏差，我们选择将 2020 年 8 月极光公司公布的造车新势力移动 APP 的 MAU 数据作为用户资料分析的分析依据，以管窥豹。

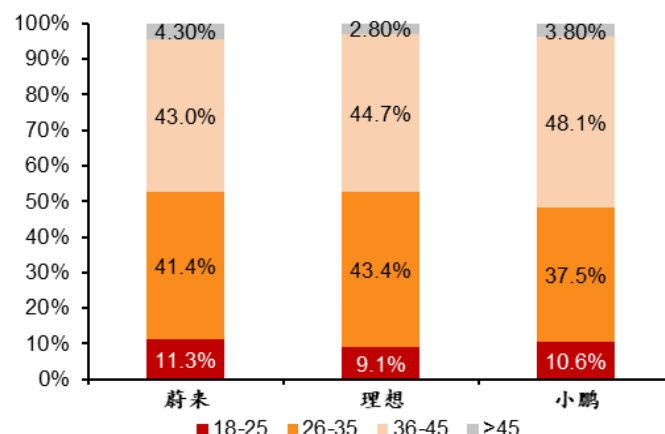
从性别分布来看，蔚来汽车 APP 的男性用户比例为 63.6%，男女比例与理想/小鹏相比更为均衡。对于理想汽车，其数据显示男性是其大部分用户群。在年龄分布方面，新势力 APP 用户主要集中在 26-45 岁之间。

图 19: 新势力 APP 用户画像 – 男性 vs 女性



资料来源：极光公司，招银国际证券

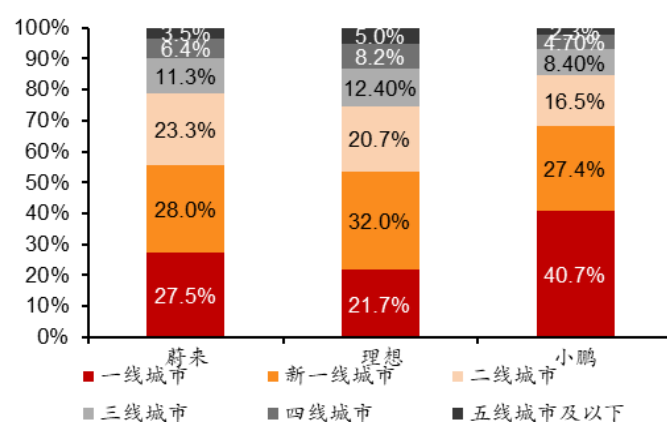
图 20: 新势力 APP 用户画像 – 年龄分布



资料来源：极光公司，招银国际证券

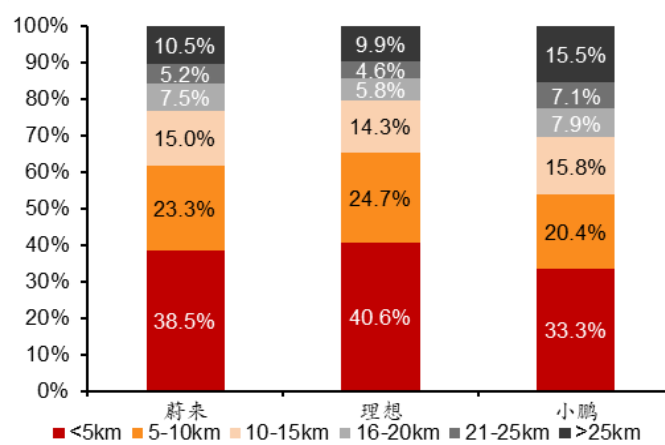
新势力 APP 用户的地理分布方面，小鹏汽车在一线城市（41%）和新一线城市拥有更多用户。蔚来汽车和理想汽车两家新势力都在中国的二线城市积累了一定的用户群。展望未来，我们认为三大新势力将继续扩大其在低线城市的市场份额，以实现更多的汽车销售。就通勤距离而言，小鹏汽车在较长的距离分布中具有较高的比例。我们认为这也反映出部分小鹏汽车用户为网约车经营者。

图 21: 新势力 APP 用户画像 – 按城市级别



资料来源：极光公司，招银国际证券

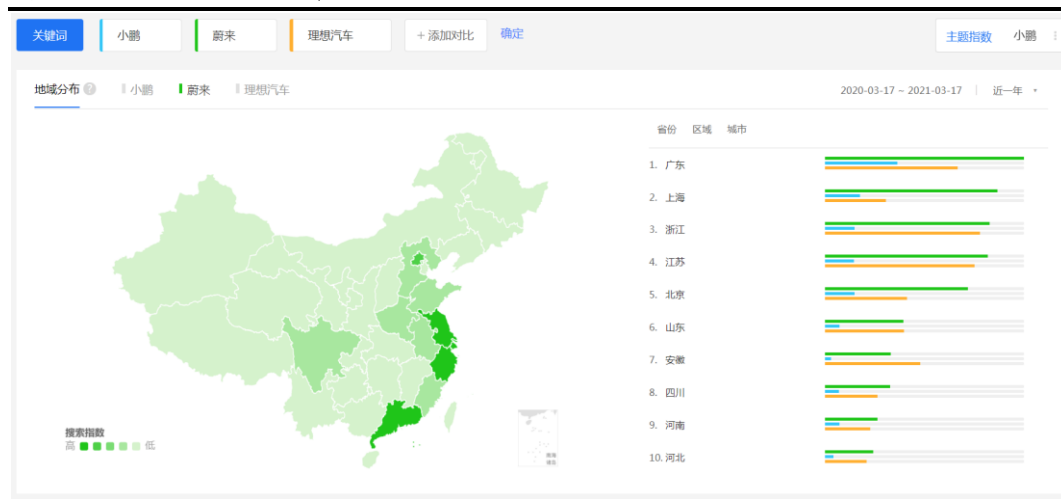
图 22: 新势力 APP 用户画像 – 按通勤距离



资料来源：极光公司，招银国际证券

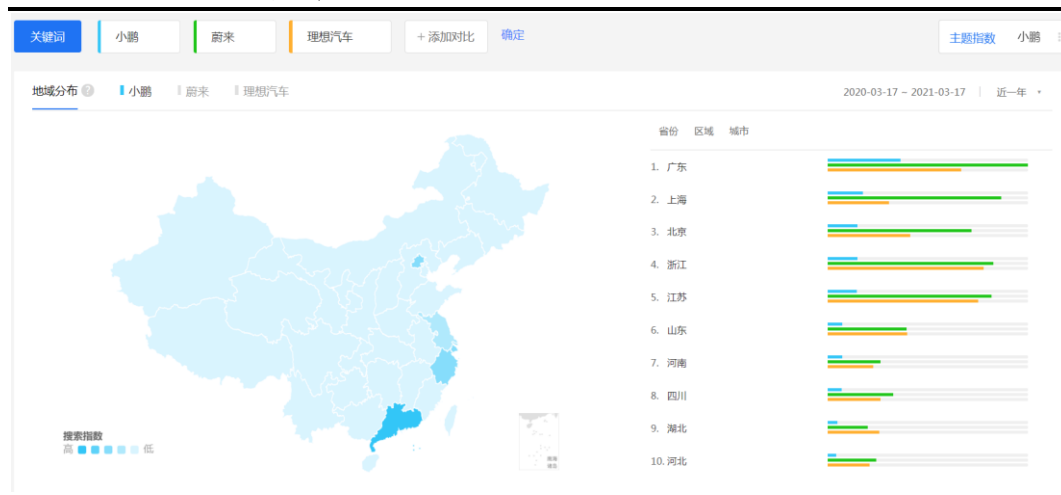
在客户兴趣方面，根据百度指数数据，蔚来和小鹏在广东省和上海市更受欢迎，而理想在浙江省和江苏省受到更多关注。总体而言，我们认为三家新势力的主要消费者群体位于一线城市和东部沿海城市，同时具备一定消费能力以及面临限牌政策的购车限制。

图 23: 百度指数: 蔚来汽车



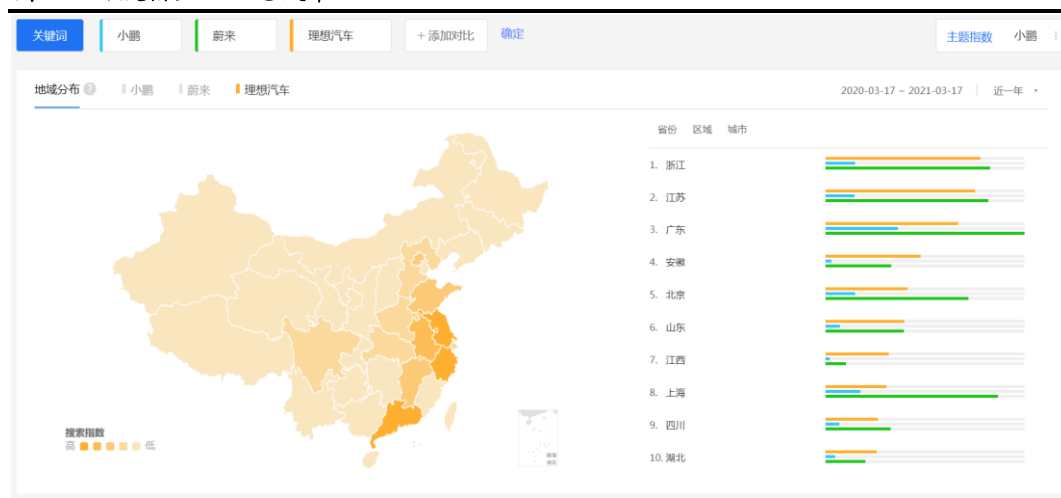
资料来源: 百度, 招银国际证券

图 24: 百度指数: 小鹏汽车



资料来源: 百度, 招银国际证券

图 25: 百度指数: 理想汽车



资料来源: 百度, 招银国际证券

渠道布局

区别于传统车企的经销商模式，三家新势力均采用直营或直营+加盟的模式。新势力门店聚焦于展示销售及交付的模式，区别于传统 4S 的销售、服务、零部件、调查反馈模式。从门店选址来看，新势力展厅专注于核心商圈、机场等人流量大的区域，区别于传统 4S 店近郊定位。

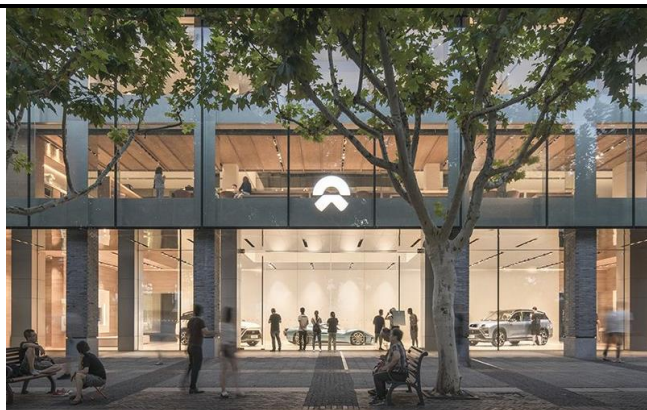
展示厅数量的增长意味着消费者认知的提升。因此，我们认为，未来 2 年内新势力交付量仍一定程度上取决于门店扩张数量，并且未来新势力门店将逐步向三四线城市渗透。

蔚来汽车现有 23 个蔚来中心和 203 个蔚来空间，覆盖中国 121 个城市。在 2021 年，蔚来将在现有基础上再增设 20 个蔚来中心和 120 个蔚来空间，达成全国门店 366 家的目标。

小鹏汽车采取直营+加盟的模式，可以利用第三方资源完成快速扩张。截至 2020 年底，小鹏汽车全国销售网点达 160 家，服务网点达 54 家，覆盖 69 个城市。160 家销售店中，自营占其中 72 家。小鹏计划在 2021 年进一步提升自营销售网点的占比，并在今年将总销售网点数提高到 300 家，覆盖超过 110 个城市。

截至 2021 年 1 月 31 日，理想汽车在 47 个城市拥有 60 家零售中心。同时具有售后维修中心及授权钣喷中心 121 家，覆盖 89 个城市。理想汽车计划在 2021 年把门店扩张到 200 家，覆盖 100 个城市。

图 26: NIO House – 杭州



资料来源：SHL, 招银国际证券

图 27: NIO Space



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 28: 小鹏汽车销售门店



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 29: 理想汽车销售门店



资料来源：汽车之家，招银国际证券

车型规划

三家新势力创始人都曾经描述过自身企业对标的车企集团，但我们认为对标没有任何实质意义，未来的发展空间主要是取决于看车型管线、价格带对比及技术方向等细节。

图 30: 蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车量产车型对比

车型	车型级别	售价(万元人民币)	轴距	续航里程
蔚来汽车				
EC6	中型 SUV	36.80-52.60	2900mm	430-615km
ES6	中型 SUV	35.80-52.60	2900mm	420-510km
ES8	中大型 SUV	46.80-62.40	3010mm	415-680km
理想汽车				
理想 ONE	中大型 SUV	32.8	2935mm	180km/增程式
小鹏汽车				
P7	中型轿车	22.99-40.99	2998mm	562-706km
G3	紧凑型 SUV	14.68-19.98	2625mm	460-520km

资料来源：公司资料，招银国际证券

蔚来汽车

蔚来汽车目前具备三款量产车型。蔚来 ES8 是一款中大型 SUV，于 2018 年 7 月投入量产，目前的价格范围为 46.8 万元人民币至 62.4 万元人民币。中型 SUV 蔚来 ES6 于 2019 年 6 月量产并交付，目前价格在 35.8 万至 52.6 万人民币之间。中型 SUV 蔚来 EC6 于 2020 年 10 月量产并交付，目前价格在 36.8 万至 52.6 万人民币之间。

在未来车型规划方面，有两款车型能见度较高。第四款车型为蔚来 ET7，将基于蔚来汽车的第二代 NT2.0 平台打造，预计将于 2022 年 1 季度量产交付，价格范围为 44.8 万至 52.6 万元人民币。ET7 的标准版本将配备 70kWh 或 100kWh 电池包，续航里程分别为 500 公里或 700 公里。而长续航版将使用新发布的 150kWh 电池包，NEDC 续航里程可以达到 1000 公里。该电池包将采用先进的半固态电池技术，可实现 360Wh / kg 的超高能量密度，并且可针对所有车型进行升级。150kWh 电池包版本 ET7 将于 2022 年 4 季度实现交付。

第五款车型将是同样基于 NT2.0 平台的中型轿车，价格范围在 30 万至 35 万元人民币之间。管理层表示，蔚来汽车将在未来几年中每年继续推出一款新车型。

我们认为，蔚来汽车的车型规划主要涵盖了豪华车领域，与特斯拉的价格范围重合度不深。在竞争对手逐步降低价格的背景下，新能源汽车豪华品牌将面临来自中高端新能源车型的竞争。我们相信，随着越来越成熟的用户社区，蔚来汽车已经成功建立了其豪华车品牌形象。因此，我们不排除蔚来汽车通过引入类似于雷克萨斯（Lexus）与丰田（Toyota）等独立品牌的方式进入中高端市场的可能性。

图 31: 蔚来 ES8



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 32: 蔚来 ES6



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 33: 蔚来 EC6



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 34: 蔚来 ET7



资料来源：汽车之家，招银国际证券

小鹏汽车

小鹏汽车目前有两款量产车型。紧凑型 SUV 小鹏 G3 于 2018 年底实现量产交付，目前价格在 14.68 万元至 19.98 万元之间。预计 G3 将在 2021 年第三季度发布中改版。中型轿车 P7 于 2020 年 6 月实现量产交付，目前价格在人民币 22.3 万至 41 万元人民币之间。我们认为小鹏汽车在 P7 在同级车型和相似的价格范围内，正在与特斯拉的 Model 3 展开激烈的竞争。

小鹏汽车于 2021 年 4 月 14 日推出了一款名为 P5 的全新紧凑型轿车，预计 2021 年 4 季度完成交付。与 G3 相同，小鹏 P5 以 David 平台为基础完成开发，并配备了两个 Livox 生产的“HAP”激光雷达。在两个激光雷达的支持下，P5 将使得小鹏汽车的 NGP 服务（通过 XPilot 3.5）从高速公路扩展到城市道路。小鹏宣布 P5 将于 2021 第四季度开始交付，价格和详细配置将在 2021 年 4 月 21 日至 28 日在上海车展上发布。我们预计 P5 的顶配价格将在 18 万元至 20 万元人民币之间。

在未来的车型规划方面，我们预计第四款车型将是与 P7 同平台的 B 级 SUV，并搭载最新的 XPIlot 4.0 系统。我们预计小鹏也将基于全新平台推出其第五款车型。我们认为，其第四和第五款车型将扩大当前的价格范围，同时保持在中高端市场。

我们认为小鹏汽车的车型规划涵盖了中高端市场，并且在新势力中与特斯拉的价格范围重叠度最高。与蔚来汽车目前的豪华车市场定位相比，我们认为小鹏汽车的产品定位反映了其总体战略。由于小鹏汽车主要通过自动驾驶和智能座舱提高竞争优势，因此需要扩大总交付量和客户群，以便收集用户数据和自动驾驶数据以进行技术迭代。由于智能配置需要对硬件进行大量投资，我们认为小鹏几乎不可能进一步降价或进入低端市场。

图 35: 小鹏 P7

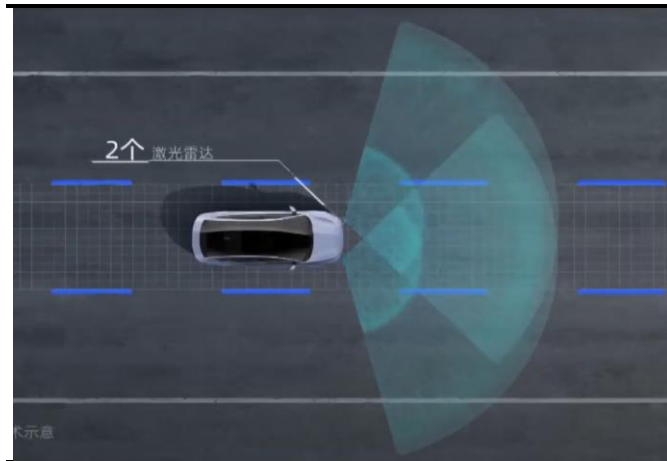
资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 36: 小鹏 G3

资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 37: 小鹏 P5

资料来源：公司资料，招银国际证券

图 38: 小鹏 P5 采用了 2 个 Livox HAP 激光雷达

资料来源：公司资料，招银国际证券

理想汽车

与其他新势力同业相比，理想汽车拥有与众不同的车型规划。目前，理想汽车仅拥有一款理想 ONE 的 SUV 处于量产交付中。理想 ONE 采用增程式动力总成系统，在当前不完善的充电网络背景下，给用户提供最具有成本效益的解决方案，以减轻消费者里程焦虑问题。理想 ONE 的纯电续航 NEDC 达到 180 公里，快速充电/慢速充电仅需要 0.5 个小时/ 6 个小时。理想 ONE 专为有儿童的多人家设计，具有较大的尺寸和空间感，从而赢得了家庭用户的青睐。理想 ONE 于 2019 年 11 月实现量产和交付，并具有统一的标准配置，价格为 32.8 万元人民币。自动驾驶方面理想 ONE 配备了 L2 级 ADAS 硬件系统。

在现阶段，我们认为增程式解决方案可以减轻用户的里程焦虑，因此对终端用户具有相当大的吸引力。对比插电式混合动力系统，我们认为目前混合动力系统的技术（例如比亚迪的 DM-i 平台和长城的柠檬 DHT）在性能和效率方面由于增程式和传统燃油技术。对比纯电技术，我们认为纯电驱动是中长期的趋势，而混合动力汽车是中期的赢家。

根据理想汽车在 2020 年 4 季度的业绩会，公司计划从 2022 年起每年推出两款新车。公司希望在 2022 年下半年推出两款新车型，其中一款全尺寸 SUV（LI 内部代码“X01”）非常引人注目。我们预计这款全尺寸 SUV 将比理想 ONE 具有更高的产品定位，并且新车型有望配备 L4 级自动驾驶硬件，并通过 FOTA 进行自动驾驶升级。我们预计这款全尺寸 SUV 的价格将显著高于目前的理想 ONE 车型。

在纯电车型规划方面，理想汽车目前正在开发基于高压快速充电的纯电动平台，旨在 10-15 分钟内充电达到 80%，支持 500 公里的续航里程。公司正在同时开发两个纯电平台，即“鲸鱼平台”和“鲨鱼平台”。鲸鱼平台将主打大空间以针对家庭用户，而鲨鱼平台将主打高性能以针对更年轻的用户群。

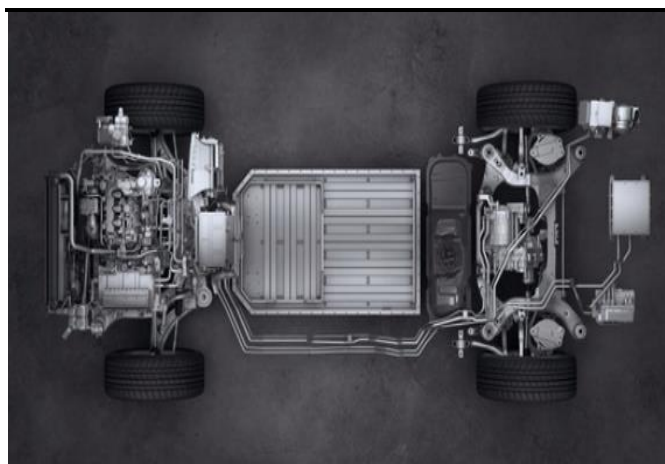
我们预计公司短期内车型价格规划将定位高端，倾向于一线和二线城市以及家庭用户的豪华车市场。公司计划未来将逐步向大众市场延伸，逐步做大下沉市场。理想的长期规划为车型价格覆盖 15-50 万元人民币之间。

图 39: 理想 ONE



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 40: 理想增程式动力总成



资料来源：汽车之家，招银国际证券

生产基地

造车新势力更喜欢通过代工或收购制造工厂等方式，缩短产品量产交付时间，以抢占市场份额。我们认为，传统燃油车制造商在向新能源汽车时代转型的过程中，给予了新势力一个宝贵的时间窗口。当传统汽车制造商在转型期打造其新能源汽车产品时，我们认为新势力利用了其先发优势，快速建立品牌和量产交付渠道，迅速抓取市场份额。随着时间的推移，更多新能源车型将陆续投放市场，我们认为新玩家的进入窗口期正在关闭。

基于三家领先的造车新势力制造基地布局，我们认为供应端不会成为决定性因素，而新势力的交付情况仍取决于需求端的不断增长。

蔚来汽车目前依靠江淮汽车的代工生产服务。蔚来汽车于 2016 年 4 月与江淮汽车签署了汽车制造代工框架协议，第一阶段的规划年产能可为 5 万辆。2021 年 3 月 5 日，江淮汽车宣布与蔚来汽车建立合资企业，名为“江来先进制造技术（安徽）有限公司”。我们预计江淮汽车将通过江来合资公司的成立，继续为蔚来汽车提供代工生产服务。根据蔚来汽车管理层在 2020 年 4 季度电话会议上的表述，江来汽车的年产能已达到 9 万辆，并计划在 2021 年底之前将产能扩大至 30 万辆。

小鹏汽车目前在河南郑州和广东肇庆分别拥有两家生产工厂。郑州工厂由小鹏汽车和海马汽车共同投资，年产能可为 15 万辆，主要用于生产其 SUV 车型 G3。小鹏汽车全资拥有其肇庆工厂，主要用于生产其 P7 轿车，年设计生产能力为 10 万辆。公司还将在广州建设第三座生产基地。广州制造基地的资本支出为 30 亿元人民币，年规划产能为 10 万辆。根据最近的管理层更新，小鹏广州工厂有望在 2022 年第三季度投产。2021 年 4 月 8 日，小鹏汽车与武汉市签署了生产基地合作协议，规划年产能 10 万辆。

理想汽车的制造工厂位于江苏常州。理想通过收购力帆获得产资质，并在江苏常州自建工厂，设计年产能可为 10 万辆。

图 41: 三家新势力制造基地总结

	蔚来汽车	小鹏汽车	理想汽车
地点	合肥	广州	常州
代工厂/合作伙伴	江淮汽车	海马汽车/自建	收购力帆工厂
工厂规划产能	江来汽车	肇庆市	常州
	-15 万辆（单班）	-10 万辆（单班）	-10 万辆（单班）
	-30 万辆（双班）	-18 万辆（双班）	
		广州	
		-10 万辆（在建）	
		武汉市	
		-10 万辆（合作协议）	

资料来源：公司资料，招银国际证券

图 42: 江淮蔚来工厂



资料来源：爱卡汽车，招银国际证券

图 43: 蔚来合肥生产基地



资料来源：车云网，招银国际证券

图 44: 小鹏肇庆工厂



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 45: 理想常州工厂



资料来源：汽车之家，招银国际证券

智能座舱和自动驾驶

智能座舱，自动驾驶和 OTA 升级是使新势力在最初区别于与传统汽车制造商的三个主要特征。在目前车型中，蔚来汽车和理想汽车均选择了 Mobileye 的解决方案，以实现 L2-L2.5 级高级辅助辅助系统（ADAS），而小鹏汽车选择使用英伟达的 AI 平台进行全栈研发。下表总结了新势力在自动驾驶的几个主要亮点。

图 46: 新势力自动驾驶系统对比

造车新势力	车型	供应商	芯片	算力	自动驾驶系统命名	自动驾驶级别
蔚来汽车	ES8, ES6, EC6	Mobileye	EyeQ4	2.5 TOPS	NIO pilot	L2.5
	ET7	英伟达	Orin	1,016 TOPS	NAD	L4
小鹏汽车	G3	英伟达	Xavier	30 TOPS	Xpilot 2.5	L2.5
	P7	英伟达	Xavier	30 TOPS	Xpilot 3.0	L3
理想汽车	理想 ONE	Mobileye	EyeQ4	2.5 TOPS		L2

资料来源：公司资料，招银国际证券

将 Mobileye 与英伟达的自动驾驶解决方案进行比较，我们认为英伟达的解决方案具有更高的开发灵活性，而 Mobileye 提供了高度集成的解决方案。我们认为，汽车制造商无法从 Mobileye 的基础架构和算法逻辑中获得底层数据，因此他们无法进行深度重新开发，以实现基础架构级别的本地化增强。

我们相信自动驾驶技术仍处于早期开发阶段，多条技术路线并行。我们相信，在技术进步时期，数据积累以及算法优化迭代对最终成果至关重要。对于新进入者，雇用有经验的人员可能会缩短一些开发时间，但是我们认为，基于渐进优化和迭代积累技术知识对于自动驾驶技术的长期成功更为重要。在公司成立之初，小鹏汽车决定在以底层架构进行全栈式自动驾驶的算法研发有助于其积累相应的数据和技术。

与特斯拉相比，我们认为由于研发时间的滞后和迭代间隔的原因，造车新势力在自动驾驶算法开发和硬件集成方面略显落后。随着三家新势力正在加速研发投入，我们预计差距会逐步缩小。同时我们认为新势力可以在自动驾驶本地化方面做得更好，并提供更优秀的用户体验。

小鹏汽车-在自动驾驶领域中领跑者

小鹏汽车使用英伟达作为主要车型的自动驾驶系统供应商，并采用英飞凌芯片组用于其某些低配车型。小鹏汽车使用主流的 autoSAR 底层操作系统进行软件开发。在 AI 感知方面，小鹏汽车具有视觉感知算法，可利用 GPU 的计算能力来检索关键数据，例如位置，速度，道路宽度等。2021 年 1 月，小鹏汽车通过 OTA 启动了其 NGP 更新，从而在 P7 车型上实现 L3 级别自动驾驶功能。在小鹏汽车 2020 年 4 季度业绩会中，管理层表示到 2021 年 2 月底，其 NGP 的使用率已达到 20%，NGP 累计行驶里程已超过 130 万公里，用于 50% 以上的功能情景（主要是高速公路）。我们认为小鹏汽车目前在自动驾驶领域中处于三家新势力的领先地位。

小鹏汽车具有主要车型分为三个版本（低配，中配和高配版）。低配版本不支持 XPILOT 和 ADAS 功能。中配版车型内置 XPILOT 2.5 所需硬件和软件的，并具有智能停车、智能驾驶和增强安全系统的功能。高配版配备了 XPILOT 3.0 硬件，但仍需要额外付费以激活全部软件功能。XPILOT 3.0 的标准价格为 3.6 万元人民币，而小鹏汽车则以 2 万元人民币的价格提供“随车购车”选项。

图 47: XPILOT 功能总结

功能	入门级	中配版	高配版
		XPILOT 2.5	XPILOT 3.0
自动紧急制动	-	✓	✓
车道偏离预警	-	✓	✓
盲区监测预警	-	✓	✓
后方碰撞预警	-	✓	✓
交通标志识别	-	✓	✓
360度全景影像	-	✓	✓
自适应巡航	-	✓	✓
车道居中辅助	-	✓	✓
自动变道辅助	-	✓	✓
高速自主导航驾驶NGP	-	-	✓
停车记忆泊车	-	-	✓

资料来源：公司资料，招银国际证券

理想汽车选择英伟达和德赛西威（002920 CH，未评级）的 L2.5 级别 ADAS 解决方案。理想汽车 ADAS 软件包为理想 ONE 内置的，并且现在不需要额外付费。理想着重意识到自动驾驶在未来电动汽车竞争中的重要性，并已逐步建立自动驾驶研发团队。理想将在未来几年中加快其自主研发的资本支出。

蔚来汽车目前所有车型均采用 Mobileye 的解决方案。但考虑到其无法获取基础架构级数据以完成算法迭代，蔚来将其作为过渡计划。蔚来于 2020 年 11 月重新启动了 L4 自动驾驶内部研发项目，目前正处于研发团队的建立和数据收集阶段。蔚来的自动驾驶系统为 NIO Pilot，其部分核心 ADAS 功能归类为选装包，选装价格为人民币 1.5 万元。同时，NIO Pilot 的完整包具有选装包和 Pilot on Pilot (NOP) 系统（L3 级别）的附加功能。附加功能可以满足进出斜坡、超车、合并车道、巡航等功能，以及某些情况下自动到达路径。

通过语音控制重塑用户交互

造车新势力在产品设计中强调车辆的智能化。他们开发了先进的语音控制系统，可以通过持续的对话来拾取用户命令，从而重塑用户互动并提供出色的用户体验。我们认为，智能座舱是新势力区别于传统车企竞争对手和特斯拉的关键要素。我们认为蔚来和理想在智能座舱开发方面处于领先地位。例如蔚来创建了可视化的车载 AI 助手“NOMI”，而理想则凭借具有 APP 兼容性强的多屏解决方案脱颖而出。

图 48: 蔚来创建了实体车载 AI 助手



资料来源：汽车之家，招银国际证券

图 49: 理想凭借多屏解决方案脱颖而出



资料来源：汽车之家，招银国际证券

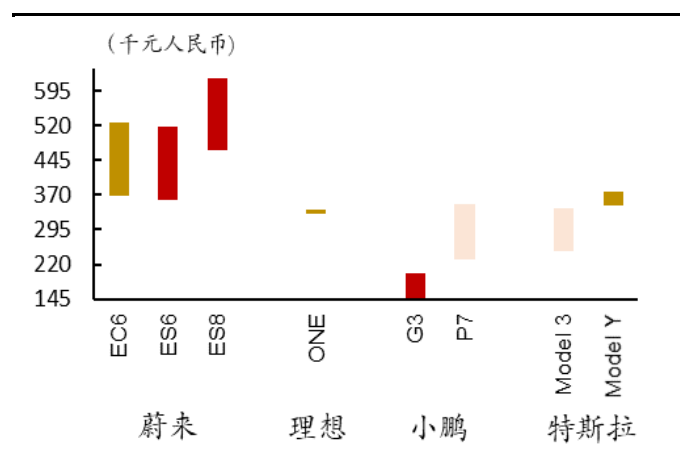
与特斯拉的竞争

作为三家新势力的主要竞争对手，特斯拉已对其主要车型 Model 3 和 Model Y 进行了多次降价。由于现有用户客户可能会感觉受损，因此经常降低售价可能会损害特斯拉的品牌形象。但是，我们认为降价的优势大于潜在的影响。

从更长远的角度来看，我们相信特斯拉的长期收益增长将建立在基于 OTA 升级，IVI 收费，Robotaxi 收费，储能服务以及电动重型卡车共享的各种商业模式基础上。我们认为，降低售价将帮助特斯拉扩大用户基盘，并实现以上商业模式。随着中国零件供应商的增加和汽车产量的增加，我们认为特斯拉的 Model Y 将实现进一步的成本降低，并存在降价空间。我们认为特斯拉将市场份额作为重中之重，因此其可能会推出价格更低的新车（Model 2）以抢占更多的市场份额。

我们认为，特斯拉扩张性的市场战略将对三家新势力产生影响。根据不同车型和定价比较，我们认为特斯拉 Model Y 将与蔚来汽车 EC6 和理想汽车的理想 ONE 形成竞争，而连续降价后的 Model 3 将与小鹏 P7 抢夺市场。目前，Model Y 的价格低于蔚来 EC6 和 ES6，并且有进一步降价的潜力。我们认为特斯拉的激进定价将对蔚来汽车的销售产生一些影响，尤其其关键车型的峰值销售水平。

图 50: 新势力与特斯拉价格对比：中国市场



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 51: 特斯拉 Model 3 和 Model Y 在车型与定价和新势力车型较为接近

车型	轴距 (mm)	续航里程 (公里)	售价 (千元人民币)
轿车			
P7	2998	562-706	229.9-349.9
Model 3	2875	468-668	249.9-339.9
SUV			
ONE	2935	180(增程式)	328-338
EC6	2900	430-615	368-526
ES6	2900	420-510	358-518
Model Y	2891	480-594	347.9-377.9

资料来源：公司资料，招银国际证券

但是，从整个汽车行业的角度来看，满足所有不同消费者的需求绝非易事。传统观点认为，不断增加的新车型将一定会增强车企所覆盖的市场广度，但产品力决定汽车制造商的成败。而我们认为，造车新势力正在以不同方式的建立竞争优势。蔚来通过例如免费换电服务、线下活动、二手车以旧换新服务以及新车型加速推出等等方式，积极建立其竞争优势。根据目前的时间表，我们认为中国新能源汽车的发展仍处于早期阶段，并且增长逐步加速。我们认为差异化产品策略和聚焦目标客群将支撑新势力的交付量增长。

我们认为新势力将在以下两个方向发力，参与市场竞争：

- 1) 通过价格战参与捍卫市场份额，或
- 2) 增强品牌形象和塑造生态系统。

在前一个方向上，产品价格可能会通过以下两种方式直接或间接下降：1) 将价格和成本转移至可选增值服务，例如动力电池租赁；2) 推出采用低成本三电零部件（例如磷酸铁锂电池或单电机）。小鹏汽车已推出磷酸铁锂版 P7，而我们认为蔚来也正在为其磷酸铁锂版车型推出做准备。我们认为，在增加汽车销售总收入和总毛利的同时，新势力需要在汽车销量和销售溢价之间进行权衡。

MCU 供应短缺可能是短期风险

自 2020 年 4 季度以来，汽车半导体供应紧张。由于 MCU 供应短缺，2021 年汽车产量将受到限制。我们认为新能源汽车新势力或多或少地受到芯片供应短缺的困扰。蔚来汽车已宣布在 2021 年 3 月下旬暂停汽车生产五个工作日。

我们认为，造成 MCU 供应短缺的原因有很多，其中包括

- 1) 基于精益生产和及时制造，汽车行业的 MCU 库存水平非常低；
- 2) 由于意外强劲的汽车需求，MCU 需求大大高于预期；
- 3) 半导体产能的增加需要很长的交货时间，而制造又由于德克萨斯州的暴风雪天气和日本的火灾事故导致的几次停运而进一步中断。和
- 4) Tier 1 加库存水平进一步加剧了供应短缺。

就 MCU 制造技术和产能释放速度而言，我们预计供应短缺问题不会持续很长时间。但是，在短期内，尤其是在 2021 年 2 季度至 3 季度，我们认为 MCU 供应短缺可能成为新势力制造端和交付端的瓶颈。

销售和盈亏平衡预测

根据各家新势力的市场定位、目标价格范围和新车型发布计划，我们对三家新势力 2021-2025 年进行销量预测，以估算这三家公司的财务前景。

销量，市场份额和平均售价趋势预测

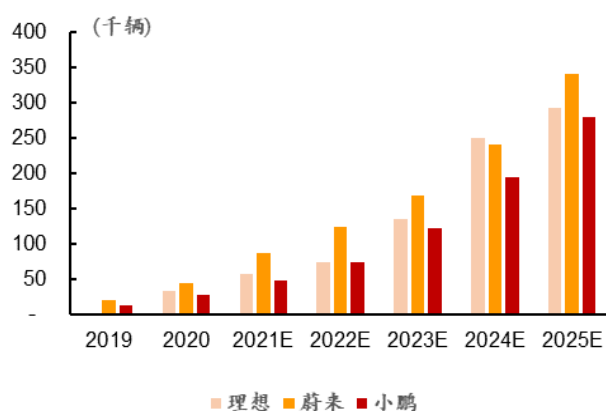
我们预测三家新势力总销量将从 2020 年的 10.34 万辆增加到 2021 年的 19.27 万辆。其中我们预计蔚来汽车仍然保持新势力交付首位，2021 年交付量将达到 8.72 万辆。我们预计三家新势力在中国的新能源汽车行业的市场份额将增长 2.5 个百分点，至 10.1%。从长远来看，按照我们的增长路径预测，我们预计三家新势力的总交付量将在 2025 年增长到 91.2 万辆，2021-2025 年复合年增长率将达到 47.5%。就市场份额而言，我们预计三家新势力在中国的新能源汽车行业的市场份额到 2025 年将增至 14.7%。

对三家新势力的增长细分，我们预计：1) 在领先的自动驾驶技术和较低的售价范围的推动下，小鹏汽车的交付量将以最快的速度增长，2021-2025 年间的复合年增长率为 54.9%；2) 根据理想汽车从 2022 年起每年推出两种新车型的计划进行推算，理想汽车的交付量将在 2021-2025 年间以 50.4% 的复合年增长率进行增长；3) 考虑到其豪华车定位（售价高于小鹏汽车和理想汽车）以及高基数影响，蔚来汽车以相对较慢的速度增长，在 2021-2025 年间复合年增长率为 40.6%。

我们预计 2025 年蔚来汽车 / 小鹏汽车 / 理想汽车在中国新能源汽车市场的市场份额分别为 5.5% / 4.5% / 4.7%。需要指出的是，我们对三家新势力的交付量和市场份额预测与每个公司的新车型发布计划紧密相关。

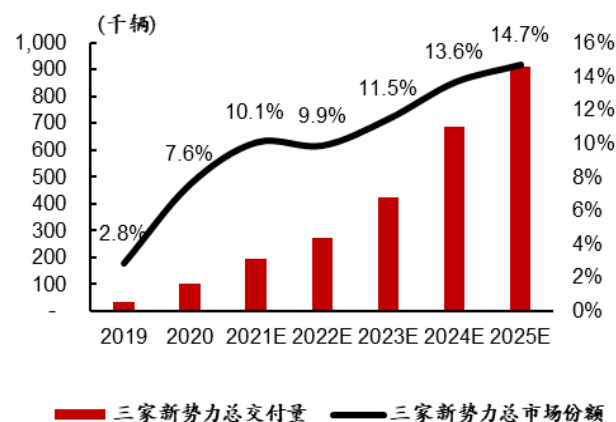
我们预计三家新势力的平均销售价格（不含增值税）趋势将基本保持稳定，在小幅度内波动。我们认为小鹏汽车随着高端车型推出，平均销售价格有望逐渐提高，而蔚来汽车由于从豪华车市场向中高端市场下沉，平均销售价格将略微下降。

图 52: 三家新势力 2021-2025 年交付量预测：招银国际团队



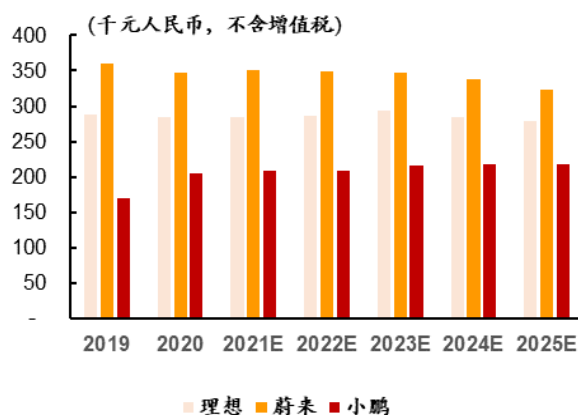
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 53: 三家新势力总市场份额将从 2020 年的 7.6% 增加到 2025 年的 14.7%



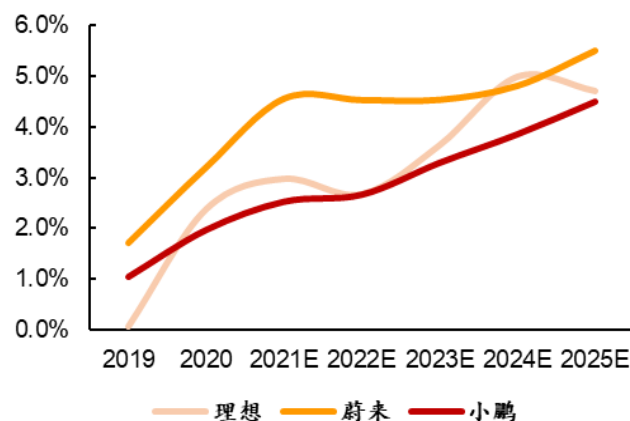
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 54: 三家新势力平均销售单价预测



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 55: 三家新势力占中国新能源汽车行业市场份额



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

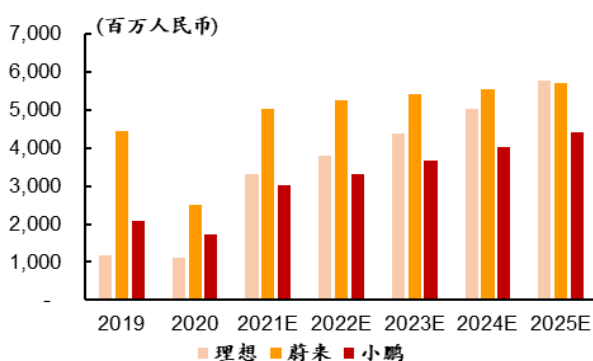
预计 2021-2022 年的研发费用及销售管理费用持续增加

三家新势力通过雇用更多的研发人员加大研发力度的同时，带动研发费用的增加。同时，三家新势力通过积极扩展渠道网络以提高整体销量，销售管理费用将继续保持增长。2021 年小鹏汽车和理想汽车管理层均表示将研发人员数量增加一倍，而蔚来汽车也计划在 2021 年将研发费用提高到 50 亿元人民币以上，同比增长约 100%。

短期内，由于小鹏汽车在自动驾驶研发速度方面处于领先地位（小鹏汽车在 2021 年 1 月推出了 L3 级 NGP，而蔚来汽车和理想汽车将从 2022 年起将推出相同级别的功能），我们预计小鹏汽车在研发方面将具有更高的研发效率。

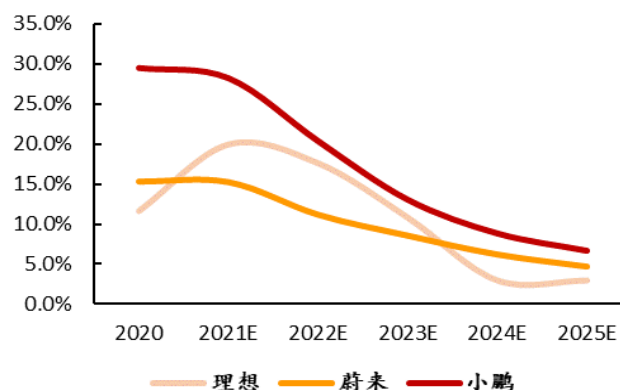
在销售管理费用方面，与蔚来汽车和小鹏汽车相比，理想汽车的支出步伐更加节制。理想在 2020 年已经表现出合理的销售管理费用控制能力，我们预计其将在销售管理费用方面将保持优异表现，并且优于同业。由于小鹏汽车仍处于交付爬坡周期的早期阶段，因此其销售管理费用效率将有所落后。由于蔚来采用优质服务和豪华品牌定位，因此以绝对金额计量，蔚来将具有最高的销售管理费用支出。

图 56: 三家新势力研发费用预测



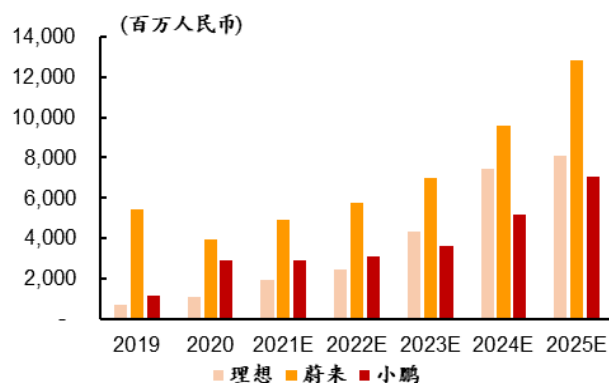
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 57: 我们预计小鹏在短期内将具有相对较高的研发效率



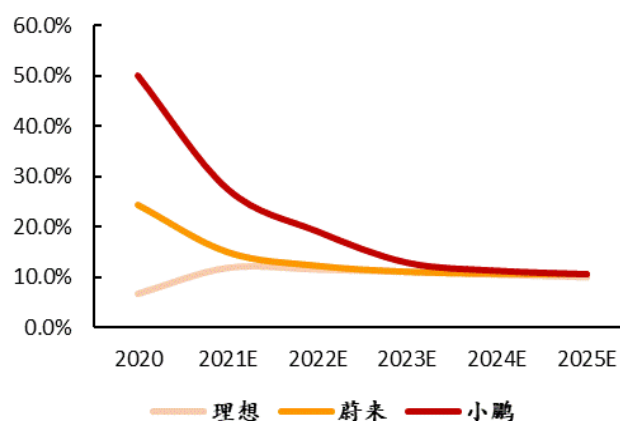
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 58: 三家新势力销售管理费用预测



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 59: 理想在销售管理费用效率方面处于领先地位



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

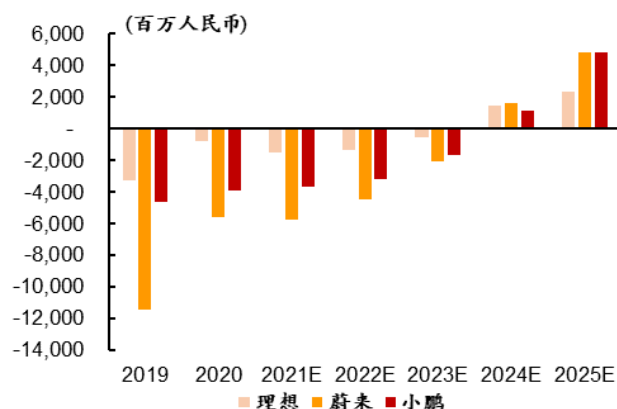
盈亏平衡预计出现在 2023-2024 年

根据我们的销售和费用预测，我们预计三家新势力都将在 2024 年实现净利润盈亏平衡。鉴于总体毛利率和费用控制前景更好，我们预计理想汽车将成为第一个达到盈亏平衡的造车新势力。我们预计 2021-2023 年新势力的净亏损范围将在 5.85 亿元人民币至 57 亿元人民币之间。

财务稳健，拥有大量现金储备

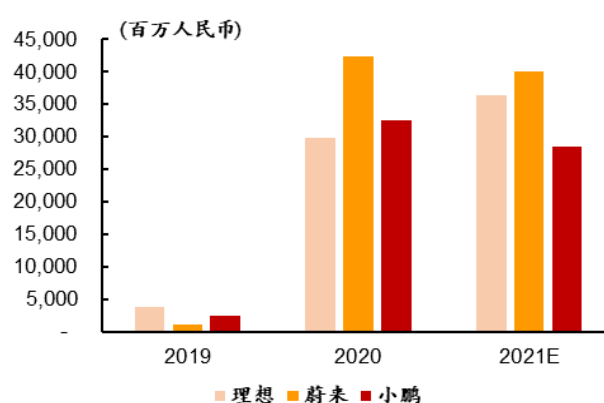
我们不担心新势力在 2021-2023 年间的费用增加和潜在亏损。到 2020 年，三家新势力通过 IPO 和配售新股成功地筹集了大量资金。截止 2020 年底，我们看到三家新势力的现金储备在 300 亿元至 420 亿元人民币之间，足以应对显著增长的研发费用和销售管理费用。此外，根据最近的市场消息，三家新势力均计划在香港资本市场进行第二次上市。鉴于新能源行业在中国的巨大增长潜力，我们预计二次上市将在获得金融市场的青睐，从而进一步增强三家新势力的财务实力。我们还认为，强大的融资能力是使得三家新势力在同业中脱颖而出关键因素。

图 60: 三家新势力有望在 2023-2024 年达到盈亏平衡



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 61: 三家新势力拥有足够的现金储备以维持未来的发展



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

估值与行业首选

理想汽车是我们的行业首选

鉴于其未来 5-10 年的巨大增长潜力，我们首次给予中国新能源汽车行业“优于大市”评级。在行业内，我们认为蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车在产品研发、智能化和融资能力方面是汽车电动化浪潮的领导者。我们首次覆盖

- 蔚来汽车给予“买入”评级，目标价为 46.32 美元；
- 小鹏汽车给予“买入”评级，目标价为 43.12 美元；
- 理想汽车给予买入评级，目标价为 37.73 美元；

根据目前的估值和未来股价上涨潜力，我们对所覆盖公司的推荐顺序为理想汽车>小鹏汽车>蔚来汽车。

我们认为市场正在以市销率 P / S 倍数对蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车进行估值，目前三家新势力仍处于亏损状态，净利润预测前景仍存在不确定性。我们还预计市场将给予服务和其他收入更高的 P / S 倍数。主要考虑到这些细分市场收入主要包括软件收入等方面，理论上具备超高利润率和用户群快速复制能力。

我们预计三家新势力将在 2021-2025 年期间实现爆炸性增长。同时我们对 2025 年中国新能源汽车渗透率预测仅为 20%，鉴于三家新势力不断地技术进步能力和消费者认可度的提高，我们认为 2025 年以后他们将继续保持快速增长的潜力，。

我们给予小鹏汽车/理想汽车 2025 年汽车销售收入 5x 市销率 P / S。鉴于服务收入的货币化速度不同，我们对小鹏汽车/理想汽车的服务和其他收入分别采用 20x / 10x 市销率 P / S。我们推算出 2025 年的目标市场价值，并根据 18% 的权益成本折现至 2021 年（所有三家新势力的资本结构中债务都很低）。我们得出小鹏汽车的目标价为 43.12 美元，而理想汽车的目标价为 37.73 美元。

对于蔚来汽车而言，鉴于其领先的交付速度和软件服务货币化方面的先发优势，我们认为公司将获得一定的估值溢价。我们分别给予蔚来汽车的 2025 年车辆销售收入/服务收入采用 6 x / 25x 的市销率 P / S 倍数，并基于 18% 的权益成本将目标市值折现至 2021 年。我们得出蔚来汽车的目标价为 46.32 美元。我们认为市场价格已经反应了部分蔚来汽车较高的销售可见度。

需要指出的是，我们的财务预测模型和估值方法对收入变动十分敏感，与各家新势力新能源汽车的交付量高度相关。因此，我们认为市场可能会将月交付数量作为蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车估值的关键高频追踪指标。我们同时还认为，新车型的交付量持续增长对于新势力的估值至关重要。

图 62: 招银国际团队对蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车的估值和目标价

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
蔚来汽车					
汽车销量 - 辆	87,175	124,501	167,591	241,155	341,094
总收入 (百万人民币)	33,069	47,224	63,329	89,575	121,691
汽车销售	30,619	43,524	58,047	81,655	110,327
其它及服务	2,450	3,700	5,282	7,921	11,364
净利润/亏损	(5,740)	(4,479)	(2,040)	1,632	4,823
股本数-百万	1,639				
股价 - 美元	38.99				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百万美元					75,889
汽车销售 - 6倍2025年市销率					53,100
其它及服务 - 25倍2025年市销率					22,789
2021年目标价 - 美元					46.32
汽车销售					32.41
其它及服务					13.91
小鹏汽车					
汽车销量 - 辆	48,499	73,468	121,980	193,558	278,954
总收入 (百万人民币)	10,694	16,320	28,055	45,668	66,674
汽车销售	10,101	15,344	26,252	42,090	60,612
其它及服务	592	977	1,802	3,578	6,061
净利润/亏损	(3,445)	(3,269)	(2,143)	(447)	2,255
股本数-百万	789				
股价 - 美元	30.52				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百万美元					34,035
汽车销售 - 6倍2025年市销率					24,310
其它及服务 - 25倍2025年市销率					9,724
2021年目标价 - 美元					43.12
汽车销售					30.80
其它及服务					12.32
理想汽车					
汽车销量 - 辆	32,624	57,092	73,710	134,736	250,136
总收入 (百万人民币)	16,564	21,583	40,356	72,664	83,305
汽车销售	16,271	21,160	39,487	70,960	81,194
其它及服务	293	423	869	1,703	2,111
净利润/亏损	(1,472)	(1,318)	(536)	1,449	2,319
股本数-百万	908.09				
股价 - 美元	19.55				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百万美元					34,259
汽车销售 - 6倍2025年市销率					32,565
其它及服务 - 25倍2025年市销率					1,693
2021年目标价 - 美元					37.73
汽车销售					35.86
其它及服务					1.86

资料来源: 招银国际证券预测

图 63: 同业公司估值对比

公司	股票代码	中国市场 主要车型	2020 年交付量	股价 (美元)	市值 (百万美元)	2021 年营 业收入 预测 (百万美元)	2021 年 市销率 P/S 倍数
特斯拉	TSLA US	Model 3, Model Y	499,550	677.00	652,175	49,270	13.2
蔚来汽车	NIO US	ES6, EC6, ES8	43,728	38.99	63,886	5,360	11.9
小鹏汽车	XPEV US	G3, P7	27,041	30.52	24,491	2,173	11.3
理想汽车	LI US	ONE	32,624	19.55	17,686	2,926	6.0

资料来源：彭博，招银国际证券预测

风险因素

汽车半导体供应短缺

我们认为汽车半导体供应短缺是 2021 年的短期风险因素。自 2020 年第四季度以来，全球 Tier 1 一直遭受 MCU 短缺的困扰。同时国内汽车制造商方面，蔚来汽车于 2021 年 3 月停产 5 天。我们认为 MCU 供应短缺可能会成为新势力的交付瓶颈。

车辆缺陷

作为运营时间相对较短的新参与者，新势力可能面临潜在的产品缺陷或零部件故障，进而可能损害其声誉并导致重大财务影响。蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车在过去三年中都存在动力电池自燃的记录。我们认为，潜在的动力电池缺陷将是近期消费者关注的主要问题。

竞争加剧

我们认为，新势力正面临日益激烈的竞争环境。竞争不仅来自特斯拉等新能源汽车同业，而且同时来自传统汽车制造商。传统汽车制造商正在加快转型步伐，以满足监管部门的对能耗要求并获得新能源积分。我们认为，随着越来越多的汽车厂商进入中国市场并推出更多的新能源车型，中国新能源汽车行业市场竞争将会逐步加剧。

蔚来汽车 (NIO US)

卓越服务驱动汽车销售

蔚来汽车是中国新能源汽车行业的先驱。公司目前已推出三款主要车型，分别为ES8、ES6和EC6，而ET7将于2022年第一季度交付。蔚来将提供卓越的客户作为其核心战略。公司通过提供各类优质服务，解决用户使用纯电汽车带来的短期不便，并借此提高其品牌认知度。在造车新势力中，蔚来的汽车销量和收入水平均处于领先地位。我们首次覆盖蔚来并给予“买入”评级，目标价为46.32美元。

- **卓越服务驱动汽车销售。**蔚来将提供卓越的客户作为其核心战略。公司通过提供各类优质服务，解决用户使用纯电汽车带来的短期不便，并借此提高其品牌认知度。除此之外，蔚来还致力于通过线上线下社区交互连接用户。成功的品牌塑造及卓越的服务网络，使蔚来得以吸引和留存目标客户。2020年，蔚来纯电动车交付量达到43,728辆，在造车新势力中排名第一。
- **加大对于自动驾驶技术的研发投入。**蔚来于今年1月的蔚来日发布了其旗舰款轿车ET7。公司计划加大对应用于ET7的基于英伟达Orin处理器的全栈式自动驾驶技术和Aquila超感系统的研发。公司管理层预计2021年的研发支出将同比倍增。同时，蔚来计划通过月度订阅方式推出全新的“自动驾驶即服务(ADaaS)”，即NAD服务。我们认为蔚来的软件服务货币化在造车新势力中处于领先地位。
- **换电服务：解决用户里程焦虑的便捷之选。**蔚来同时提供电池租赁服务作为用户购车时的另一种选择，即“电池即服务(又名BaaS)”。我们认为，蔚来换电网络的扩展将会为公司带来非线性的积极影响，即换电网络布局的逐步完善将增强电能补充的便利性并支持其汽车销量的持续增长。
- **首次覆盖给予买入评级，目标价46.32美元。**我们预计蔚来2025年的汽车销量将达到34.1万辆，2020至2025年的年复合增长率为50.8%。我们预期蔚来将在2024年实现盈亏平衡。基于分部加总估值模型，我们给予蔚来目标价46.32美元。首次覆盖给予买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	7,825	16,258	33,069	47,224	63,329
同比增长(%)	58	108	103	43	34
净收入(百万元人民币)	(11,413)	(5,611)	(5,740)	(4,479)	(2,040)
每份ADS盈利(元人民币)	(3.35)	(7.46)	(11.58)	(12.64)	(9.49)
每份ADS盈利变动(%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市场预测每份ADS盈利(元人民币)	不适用	不适用	(2.54)	0.09	1.89
市盈率(倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	52.5	25.3	12.4	8.7	6.5
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(171)	(10)	(5)	(5)	(2)
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料、彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	US\$ 46.32
潜在升幅	+18.80%
当前股价	US\$ 38.99

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	63,886
3月平均流通量(百万美元)	4,122
52周内股价高/低(美元)	66.99/3.08
总股本(百万)	1,362

资料来源：彭博

股东结构

李斌	10.6%
Founder Vehicles	10.1%
腾讯	10.0%

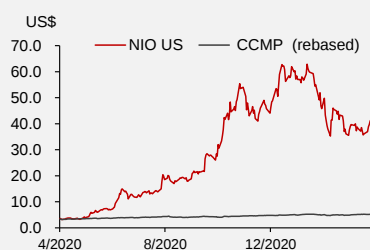
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.1%	6.4%
3-月	-27.9%	-32.1%
6-月	44.9%	17.6%
12-月	1171.9%	688.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

公司概况

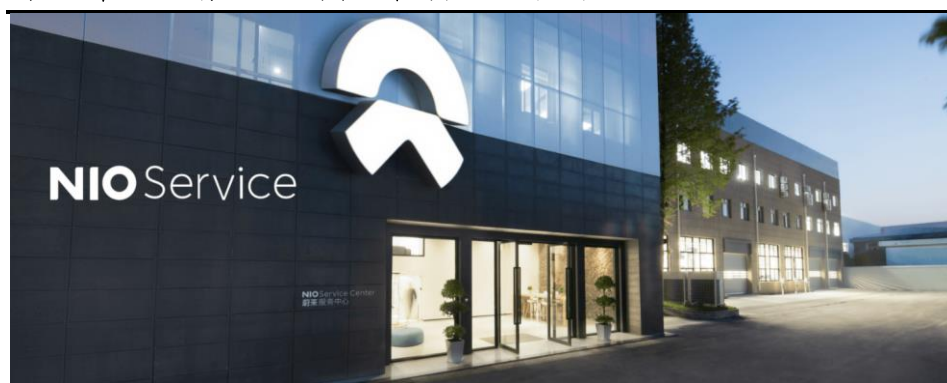
中国新能源汽车行业的先驱

蔚来成立于 2014 年 11 月，是全球智能电动汽车领先品牌。公司目前已推出三款主要 SUV 车型，分别为 ES8、ES6 和 EC6，而新发布的轿车 ET7 将于 2022 年第一季度交付。蔚来致力于通过提供高性能的智能电动车和极致的用户体验，为用户创造令人愉悦的生活方式。蔚来专注于豪华车市场，产品定价在 35.8 万元至 62.4 万元人民币之间，与 BBA（宝马、奔驰和奥迪）等传统豪华燃油车品牌直接竞争。

蔚来将提供卓越的客户服务作为其核心战略。公司通过提供各类优质服务，解决用户使用纯电汽车带来的短期不便，并借此提高其品牌认知度。除此之外，蔚来还致力于通过线上线下社区交互连接用户，反映了公司重塑汽车行业用户体验的想法。

蔚来于 2018 年在纽约证券交易所上市，标志者造车新势力正式开始登陆资本市场。2020 年，蔚来纯电动车交付量达到 43,728 辆，在造车新势力中排名第一，印证了公司在中国高端电动汽车销售市场的领导地位。

图 64: 卓越的服务是驱动蔚来汽车销售的重要元素



资料来源：公司资料、招银国际证券

全球化的研发布局

蔚来在合肥、上海、北京、圣何塞、慕尼黑和全球其他地区共拥有 11 个研发和生产机构。其中，上海是公司的全球总部和现有量产车的核心研发中心所在地，主要负责车型的开发、生产、营销和销售以及用户服务等。

合肥市政府对蔚来的发展给予大力支持

蔚来获得了来自合肥当地政府的大力支持。2020 年 4 月，蔚来选择将其中国业务总部设立在合肥，并将其在中国的核心业务和相关资产（包括车辆研发、供应链与制造、销售和服务以及动力服务等）注入蔚来汽车（安徽）控股有限公司。包括合肥市政府在内的一批战略投资者向蔚来中国投资 70 亿元人民币，这笔资金缓解了公司当时现金流紧缺的燃眉之急，也维持了公司的正常运作。

2021 年 2 月 4 日，蔚来宣布将从两名少数战略股东手中收购蔚来中国 3.305% 的股权，作价 55 亿元人民币，并将蔚来中国的注册资本增加至 100 亿人民币。股份回购和资本认缴完成后，蔚来持有蔚来中国 90.36% 的股权。

图 65: 蔚来的全球布局



资料来源：公司资料、招银国际证券

车型规划

蔚来目前已推出三款主要车型，分别为 ES8、ES6 和 EC6。

- ES8 为中大型 SUV，2018 年 7 月实现量产和交付，定价区间为 46.8 万元至 62.4 万元人民币。
- ES6 为中型 SUV，2019 年 6 月实现量产和交付，定价区间为 35.8 万元至 52.6 万元人民币。
- EC6 为中型轿跑 SUV，2020 年 10 月实现量产和交付，定价区间为 36.8 万元至 52.6 万元人民币。

蔚来的第四款车型 ET7 为高端豪华轿车，基于蔚来第二代平台 NT2.0 打造。ET7 预计将于 2021 年第一季度进行交付，定价区间为 44.8 万元至 52.6 万元人民币。标准版 ET7 将搭载 70 千瓦时或 100 千瓦时电池包，续航能力分别达到 500 或 700 公里。

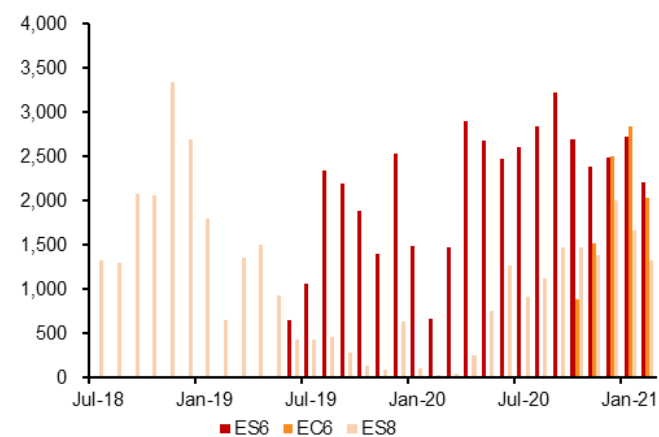
在发布 ET7 的同时，蔚来还发布了全新的 150 千瓦时电池组。搭载新型大容量电池包后，ET7 的 NEDC 续航将达到 1,000 公里。该电池包采用了先进的量产固态电池技术，可实现 360 瓦时/千克的超高能量密度，所有蔚来车型均可升级至此版本。搭载 150 千瓦时电池组的 ET7 将在 2022 年第四季度交付。

蔚来的第五款车型定位为中型轿车，同样基于 NT2.0 平台，定价区间为 30.0 万元至 35.0 万元人民币。公司计划在未来数年中，每年都推出一款新的车型。

纯电车型主要覆盖豪华车范畴

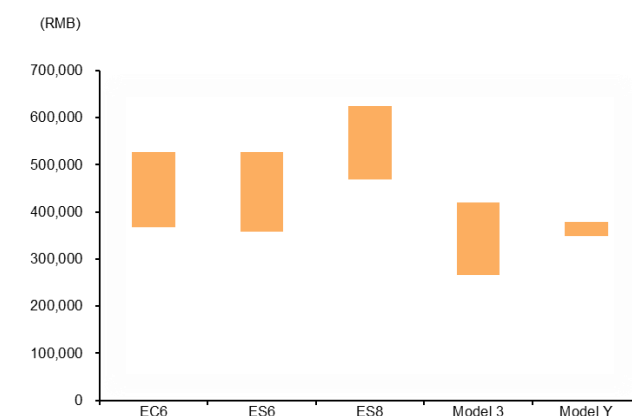
蔚来在合肥、上海、北京、圣何塞、慕尼黑和全球其他地区共拥有 11 个研发和生产机构。其中，上海是公司的全球总部和现有量产车的核心研发中心所在地，主要负责车型的开发、生产、营销和销售以及用户服务等。

图 66: 月度销量



资料来源：乘联会、招银国际证券

图 67: 蔚来定价区间与特斯拉的比较



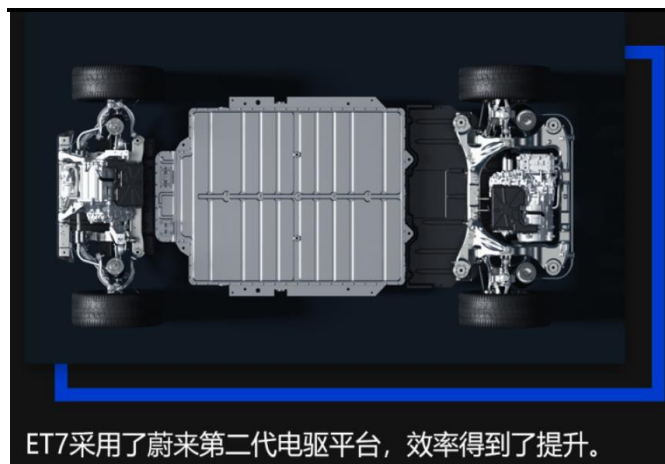
资料来源：汽车之家、招银国际证券

图 68: ET7



资料来源：汽车之家、招银国际证券

图 69: NT2.0 平台



资料来源：汽车之家、招银国际证券

自动驾驶技术

我们认为在当前销售的车型中，蔚来通过供应商解决方案来实现 ADAS 功能。例如，EC6 配备了 AD 硬件解决方案，包括三个前置摄像头、四个环视摄像头、一个博世第四代 77GHz 毫米波雷达、四个 24GHz 角雷达和 12 个超声波雷达。该系统由 Mobileye EQ4 处理器驱动，并具有 2.5 Tops 的计算能力。基于蔚来当前自动驾驶技术的开发，EC6 能够支持 L2.5 级别的自动驾驶功能。

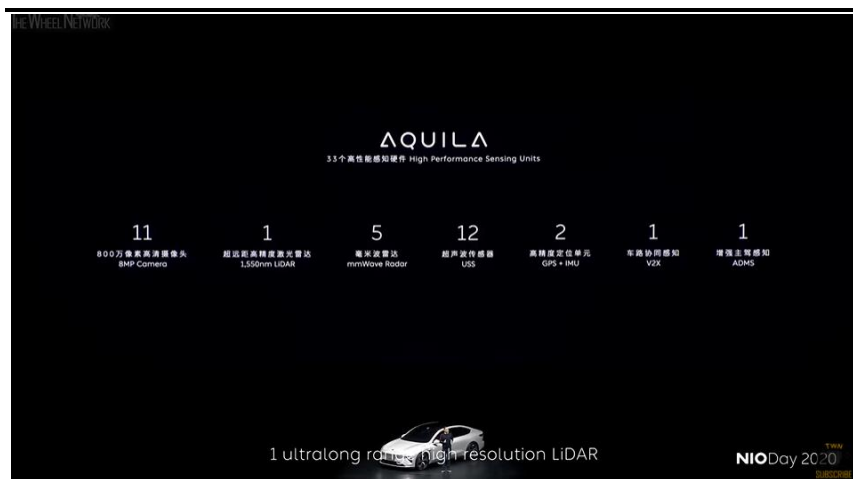
根据我们理解，Mobileye 的解决方案无法支持通过底层算法进行的重新开发，因此我们认为 Mobileye 的解决方案限制了蔚来自动驾驶技术基于中国本土情况进行优化的可能性。从最新车型 ET7 开始，蔚来将转向基于英伟达 Orin 处理器的全栈式自动驾驶技术开发。2020 年，蔚来成立了一个独立的自动驾驶硬件研发团队，内部称为“Smart HW（硬件）”。2020 年 10 月，市场新闻显示，蔚来将自行研发自动驾驶芯片，并由首席执行官李斌亲自带领。

我们相信 ET7 的推出将大大增强蔚来在自动驾驶技术上的竞争力。蔚来 ET7 配备了最新的 NIO 自动驾驶技术（NAD），即 Aquila 超感系统，其中包括 33 个高性能感测硬件（由 11 个 8 百万像素高清摄像头、1 个超远程高精度 LiDAR 和 5 毫米波雷达组成，摄像头包括 4 个前置、3 个后置和 4 个环视）、12 个超声波传感器和 2 个高精度定位单元。ET7 将使用的激光雷达由蔚来和 Innovusion 共同开发。它具有 120 度的超宽视角，相当于 300 线的超高分辨率，长达 500m 的超长检测距离以及聚焦功能，可以区分更多细节。LiDAR 使用 1,550 纳米激光，可避免人眼 900 纳米的敏感波长，从而改善其性能，同时更好地保护他人的安全。

在算力方面，ET7 将搭载 Adam 超计算机平台。该平台由四块英伟达 Drive Orin 芯片提供支持，这些芯片具有 48 个 CPU 内核、256 个矩阵运算单元和 8,096 个浮点运算单元，总共支持 680 亿个晶体管 and 高达 1,016 Tops 的计算能力。

蔚来将通过 ET7 的月度订购计划来启动其全新的“自动驾驶即服务（ADaaS）”，即 NAD 服务，订阅费为每月 680 元人民币。我们认为蔚来的软件服务货币化在造车新势力中处于领先地位，并且我们认为 NAD 的自动驾驶服务订阅费对蔚来的用户而言非常具有吸引力。

图 70: 蔚来 Aquila 超感系统



资料来源: 公司资料、Youtube、招银国际证券

图 71: 蔚来 Adam 超算平台



资料来源: 公司资料、Youtube、招银国际证券

智能座舱

2017 年，蔚来发布了全球首款量产的车载 AI 系统“NOMI”，意为“know me(懂我)”。它基于强大的车载计算能力和云计算平台，集成了语音交互系统和智能情感引擎，创建了一个全 LCD 仪表+10.4 英寸垂直中央控制屏+ HUD 的交互式组合。此外，与虚拟助手不同，NOMI 配备了一个小型机器人，该机器人具有丰富的表情，可以执行各种操作。

2021 年，随着 ET7 的发布，蔚来将推出基于第三代高通 Snapdragon Car 数字驾驶舱平台和高通 Snapdragon Car 5G 平台的第二代智能驾驶舱。在通讯方式上，NIO ET7 拥有 5G、C-V2X、蓝牙 5.0、WiFi-6、UWB 等车载通讯方式，使用户可以享受高宽带、低延迟的互联体验。ET7 智能座舱将以 NOMI 为中心，其硬件配置包括 12.8 英寸 AMOLED 中央控制屏幕、10.2 英寸数字仪表、后置 HDR 多功能控制屏幕以及 HUD 增强的平视显示系统。

图 72: 2020 年中国新能源汽车智能化前五名

车型	排名
蔚来ES8 - 新版	1
魏派 VV7(技术开发版I)	2
理想ONE	3
小鹏P7	4
红旗H9	5

资料来源：车云网、招银国际证券

图 73: NOMI 车载助手



资料来源：公司资料、招银国际证券

换电服务

蔚来的所有系列产品均支持电池更换解决方案。电池更换的核心概念是实现车用电池与动力电池的分离，为解决用户的里程焦虑提供便捷的解决方案。

蔚来同时供电池租赁服务作为用户购车时的另一种选择，即“电池即服务（又名 BaaS）”，用户可以通过按月或按年付款的方式租用电池。我们认为 BaaS 主要具有以下优势：

- 1) 降低消费者的初始购买成本；
- 2) 提高电能补充的便利性，与充电方式相比，换电服务可以在三分钟内实现电能补充；
- 3) 为换电市场培育新的商业模式。

2020 年 8 月，蔚来牵头成立了一家电池资产管理公司，股东包括蔚来（安徽）控股、宁德时代、国泰君安和湖北省科技投资集团有限公司。

蔚来的 BaaS 业务模式简单便捷。当用户选择购买带有 BaaS 服务的车辆时，仅需为车辆付费（不包含电池），每月另需支付 980 元或 1,480 元的 BaaS 费用。在启动 BaaS 服务后，蔚来将把用户订阅资产出售给电池资产管理公司。

在这一模式下，蔚来实现了对重型电池资产的剥离，而换电服务的收入则由蔚来与电池资产公司共享。

根据蔚来管理层的披露，自公司推出该项服务以来，BaaS 渗透率目前已达到 55% 左右。我们认为，蔚来换电网络的扩展将会为公司带来非线性的积极影响，即换电网络布局的逐步完善将增强电能补充的便利性并支持其汽车销量的持续增长。

图 74: BaaS（电池租赁）服务价格

BaaS	车价一次性优惠 (人民币)	月订阅费用 (人民币)	年订阅费用 (人民币)	车价优惠等价订阅周期 (年)
70 kWh	70,000	980	11,760	5.95
100 kWh	128,000	1,480	17,760	7.21

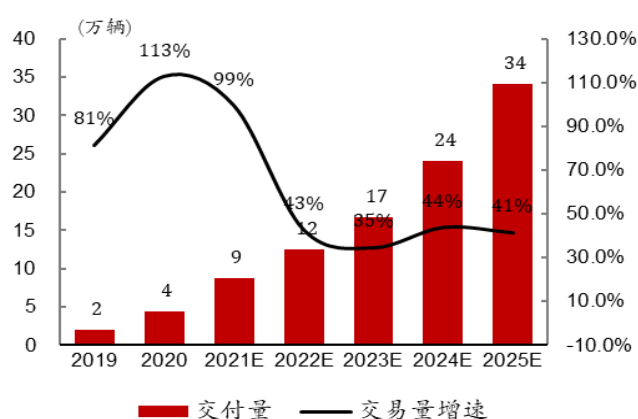
资料来源：公司资料、招银国际证券

销售预测

我们认为短期内，蔚来的销量仍将保持持续增长，主要由于 1) 品牌知名度的不断提高，2) 消费者对新能源车型的认可度的提升，3) 销售网络的不断扩大（公司计划在 2021 年将门店数量增加至 366 家），4) 换电站网络的扩张，以及 5) 现有用户带来的传播效果。同时，每年推出一款新车型也将继续支持蔚来整体销售的增长。

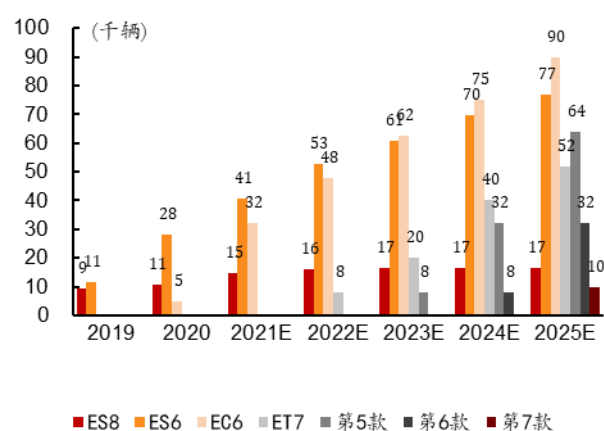
我们认可公司以豪华品牌和品质服务为核心的定位。我们预计，到 2025 年末，公司共将有 7 款车型实现量产，预计当年销量将达到 34.1 万台，对应 2020 至 2025 年的年复合增长率为 50.8%。由于蔚来定位为豪华品牌，它将逐步占领高端品牌汽车的市场份额。我们预计 2025 年蔚来在豪华新能源汽车市场的份额将达到 33%。

图 75: 蔚来交付量预测及同比变化



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

图 76: 蔚来销量预测：按车型预测



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

财务分析

收入

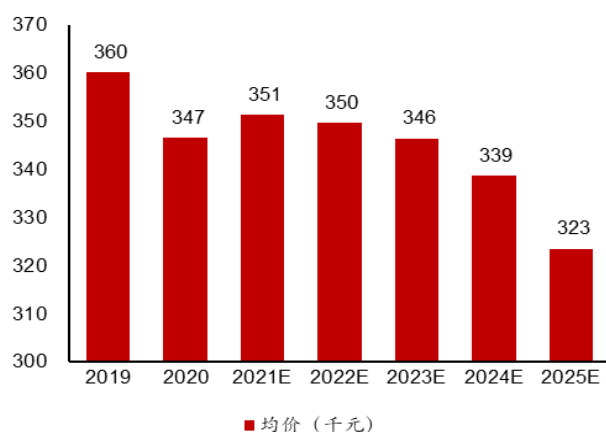
蔚来收入来源主要为汽车销售及其他销售和服务。2020 年，受惠于汽车交付量的强劲增长，蔚来的汽车销售收入同比增长 106%，至 152 亿元人民币，而其他销售和服务收入同比增长 135%，至 11 亿元人民币。

我们预期公司将继续通过渠道扩张和不断推出新车型来扩大其市场份额。我们预计 2021 年蔚来的汽车销售收入将保持 101.7% 的增长率，而其他销售和服务收入增速将高达 127.8%。

就平均售价而言，我们预计整体定价水平将在保持现有区间基础上略有下降，因为我们预计未来推出的新纯电车型将趋向售价略低的中高价位区间。

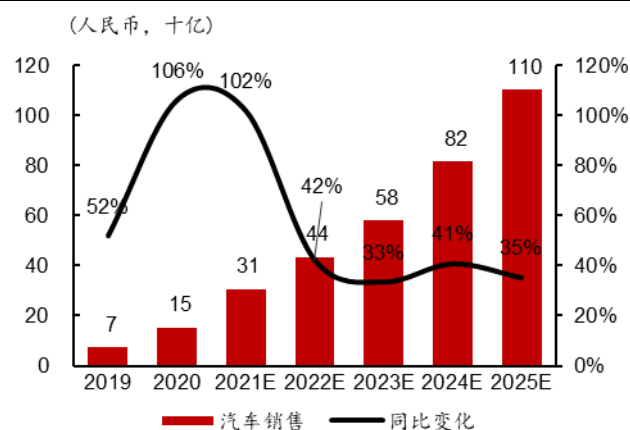
■ 汽车销售收入

图 77: 平均售价预测



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

图 78: 汽车销售收入预测



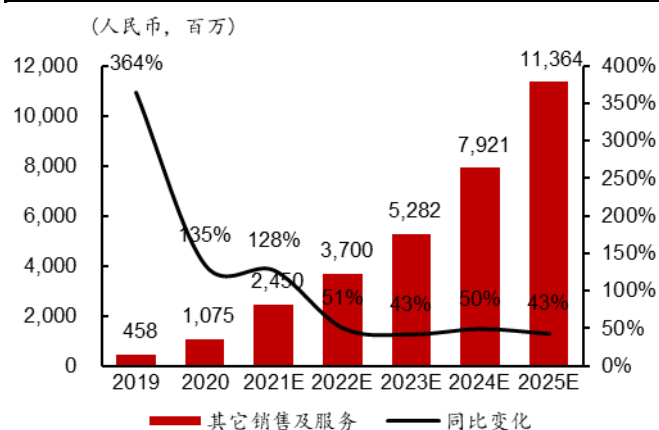
资料来源：公司资料、招银国际证券预测

■ 其他销售及服务

其他销售及服务主要包括 BaaS 服务、NIO Life 销售、双积分收入以及未来自动驾驶系统 NAD 的订阅收入等。目前，NIO Pilot（全配包及精选包）的渗透率约为 50%，显示出蔚来的豪华车客户对于品牌的高度认同以及对于其自动驾驶功能较强的付费意愿。因此，我们对于未来 ADaaS 服务的渗透率感到乐观。

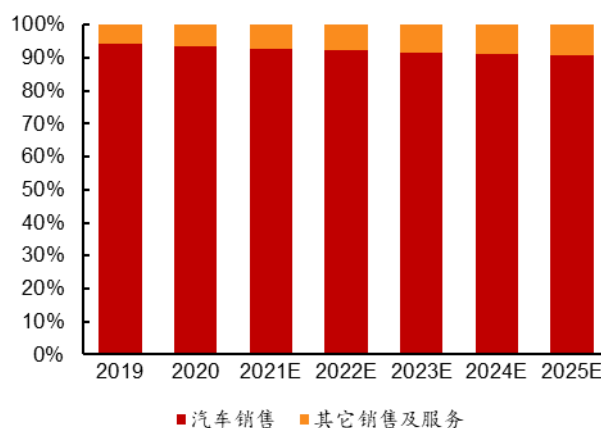
鉴于 1) 换电站数量的不断扩张，以及 2) 换电站 2.0 在全国范围内的普及带来客户满意度的提高，我们预期 BaaS 服务的使用率将逐步提升。因此，我们预计其他销售及服务收入在 2021 年将同比增长 127.8%，至 24.5 亿元。

图 79: 其他销售及收入预测



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

图 80: 收入结构 - 汽车销售收入占主导



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

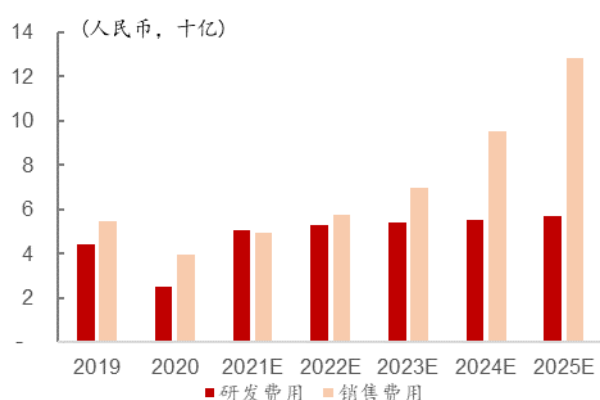
毛利率

我们预期蔚来的整体毛利率将显著改善。随着汽车销量的持续攀升，规模效应将逐步体现。此外，由于毛利率更高的其他销售和服务收入所占比重将逐步提高，我们预计公司的整体毛利率将进一步提升，从2020年的11.5%提高到2021年的16.2%。

研发费用及销售和管理费用

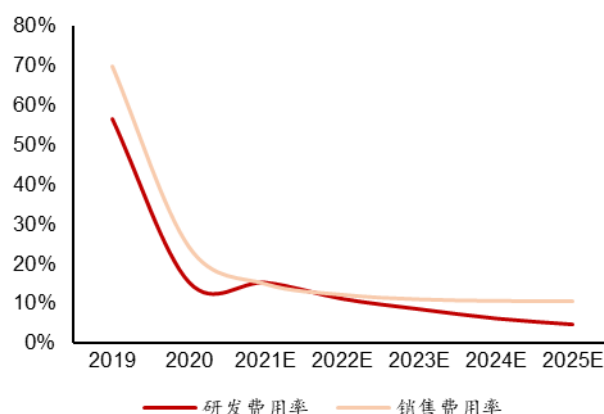
蔚来计划加大对于新车型研发、自动驾驶技术和智能座舱的投入。管理层指引2021年研发费用将超过50亿元人民币，较2020年增长一倍。在销售和管理费用方面，由于蔚来致力提供优质服务，并计划扩张零售分销网络，我们预计2021年的销售和管理费用将增长至49亿元人民币。

图 81: 研发费用和销售管理费用预测



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

图 82: 研发费用和销售管理费用占收入比例预测

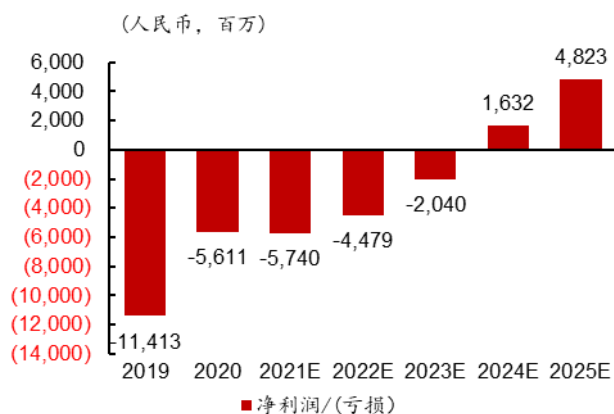


资料来源：公司资料、招银国际证券预测

净利润

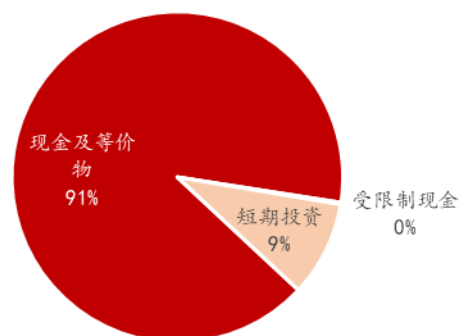
由于蔚来将在 2021 年增加研发和销售管理相关开支，我们预计公司 2021 年的净亏损将小幅收窄 0.5%，至 57 亿元人民币。根据我们的销售和费用预测，我们预计蔚来将在 2024 年达到盈亏平衡，而在 2021 年至 2023 年间仍将维持亏损状态。但我们并不担心潜在的亏损，因为截至 2020 年底，蔚来拥有 425 亿元人民币的丰富现金储备。我们认为蔚来强大的资产负债表足以支持其费用增长和未来扩张计划。

图 83: 净利润预测



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

图 84: 蔚来 2020 年底现金储备情况



资料来源：公司资料、招银国际证券预测

估值

首次覆盖，目标价 46.32 美元（潜在升幅 18.8%）

鉴于公司涉及的业务领域多样，我们采用分类加总估值法（SOTP）对蔚来进行估值。我们将蔚来的业务分为两类，分别是：

- **汽车销售收入** – 通过销售不同车型电动车和附加的基础自动驾驶软件和硬件获取收入，以及
- **服务类收入** – 其他销售收入及服务收入，包括 BaaS 服务、NIO Life 销售、双积分收入以及未来自动驾驶系统 NAD 的订阅收入等。

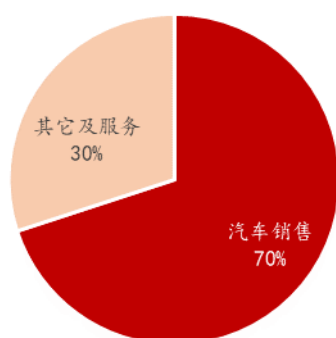
我们对蔚来在豪华车市场的表现持乐观态度，并相信至 2025 年，公司在中国豪华新能源汽车市场的份额将超过 20%。我们给予汽车销售收入 6 倍市销率估值，给予收费类收入 25 倍市销率估值。此外，我们使用 18% 的折现率来反映权益成本。我们估计，FY21E 蔚来的汽车销售额对应的价值将达到每份 ADS 32.41 美元，收费类收入对应的价值将达到每份 ADS 13.91 美元。

图 85: 2021 年 SOTP 估值概要

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
蔚来汽车					
汽车销量 – 辆	87,175	124,501	167,591	241,155	341,094
总收入（百万人民币）	33,069	47,224	63,329	89,575	121,691
汽车销售	30,619	43,524	58,047	81,655	110,327
其它及服务	2,450	3,700	5,282	7,921	11,364
净利润/亏损	(5,740)	(4,479)	(2,040)	1,632	4,823
股本数-百万	1,639				
股价 – 美元	38.99				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 – 百万美元					75,889
汽车销售 – 6倍2025年市销率					53,100
其它及服务 – 25倍2025年市销率					22,789
2021年目标价 – 美元					46.32
汽车销售					32.41
其它及服务					13.91
股价上涨空间					18.8%
2025年预测市盈率					101.2
2021年市销率					14.8
2022年市销率					10.3

资料来源：招银国际证券预测

图 86: 2021 年估值构成



资料来源：招银国际证券预测

财务分析

利润表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	7,825	16,258	33,069	47,224	63,329
汽车销售	7,367	15,183	30,619	43,524	58,047
其它销售	458	1,075	2,450	3,700	5,282
銷售成本	(9,024)	(14,385)	(28,078)	(40,089)	(52,729)
毛利	(1,199)	1,873	4,991	7,135	10,601
其它收入	(4,429)	(2,488)	(5,034)	(5,267)	(5,408)
其它(虧損)/盈利淨額	(5,452)	(3,932)	(4,926)	(5,769)	(6,990)
銷售及營銷開支	-	(61)	(60)	(60)	(59)
息稅前收益	(11,079)	(4,608)	(5,030)	(3,961)	(1,856)
利息收入	160	167	354	321	328
利息開支	(371)	(426)	(447)	(470)	(503)
利潤分享	(64)	(66)	(40)	(24)	(14)
投資收益	-	-	-	-	-
其它損益	66	(365)	(219)	(131)	130
稅前利潤	(11,288)	(5,298)	(5,382)	(4,265)	(1,915)
所得稅	(8)	(6)	(5)	(4)	(2)
非控股權益增加	(127)	(312)	(358)	(215)	(129)
少數股東權益	9	5	5	5	6
淨利潤	(11,413)	(5,611)	(5,740)	(4,479)	(2,040)

现金流量表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(11,288)	(5,298)	(5,382)	(4,265)	(1,915)
利息支付	210	259	93	149	175
折舊和攤銷	999	1,109	1,212	1,362	1,512
運營資金變動	1,298	3,807	1,971	2,122	1,970
稅務開支	(8)	(6)	(5)	(4)	(2)
其它	67	2,080	411	549	99
經營活動所得現金淨額	(8,722)	1,951	(1,699)	(88)	1,840
投資變化	3,405	(4,591)	(5,168)	(1,112)	(1,113)
其它	(23)	(481)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	3,382	(5,071)	(5,168)	(1,112)	(1,113)
股份發行	(1,429)	42,177	-	-	-
淨借貸	5,126	(494)	500	1,000	1,000
股息	-	-	-	-	-
其它	(602)	(326)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	3,095	41,357	500	1,000	1,000
現金增加淨額	(2,245)	38,237	(6,367)	(200)	1,728
年初現金及現金等價物	3,224	990	38,545	32,178	31,978
受限制現金	127	120	131	139	149
匯兌	10	(682)	-	-	-
年末現金及現金等價物	863	38,426	32,047	31,839	33,557

资产负债表

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	9,654	8,435	8,490	8,391	8,151
固定資產	5,533	4,996	4,901	4,655	4,259
使用權資產	1,998	1,350	1,418	1,489	1,563
長期投資	115	300	300	300	300
其它非流動資產	2,008	1,788	1,871	1,948	2,028
流動資產	4,928	46,207	47,237	49,427	53,493
現金及現金等價物	863	38,426	32,047	31,839	33,557
應收賬款	1,352	1,083	2,204	3,147	4,220
存貨	890	1,082	2,111	2,814	3,437
短期投資	111	3,951	8,000	8,000	8,000
其它流動資產	1,713	1,666	2,875	3,628	4,278
流動負債	9,499	13,976	19,497	24,390	29,086
短期負債	886	1,550	1,674	1,874	2,074
貿易應付款	3,112	6,368	11,231	15,234	18,982
長期負債即期部分	322	381	418	468	518
應計和其它負債	4,217	4,604	5,064	5,571	6,128
其它	962	1,073	1,109	1,243	1,383
非流動負債	9,905	8,803	10,107	11,786	12,954
借貸	7,155	5,938	6,277	7,495	8,295
經營租賃負債	1,598	1,015	1,148	1,206	1,266
其它	1,152	1,850	2,682	3,085	3,393
淨資產淨額	(4,822)	31,862	26,122	21,643	19,604
少數股東權益	22	2	2	3	3
夹层權益	1,456	4,691	4,691	4,691	4,691
股東權益(赤字)	(6,300)	27,169	21,428	16,949	14,909

主要比率

年結：12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
汽车销售	94%	93%	93%	92%	92%
其它	6%	7%	7%	8%	8%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	-15%	12%	15%	15%	17%
稅前利率	-144%	-33%	-16%	-9%	-3%
淨利潤率	-146%	-35%	-17%	-9%	-3%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.5	3.3	2.4	2.0	1.8
速動比率(x)	0.3	3.1	2.2	1.8	1.6
現金比率(x)	0.1	2.8	1.6	1.3	1.2
平均應收周轉天數	484	481	458	482	474
平均存貨周轉天數	190	100	83	90	87
平均應付周轉天數	197	109	73	83	85
債務/股本比率(%)	-167%	24%	30%	43%	53%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
股本回報率	-171%	-10%	-5%	-5%	-2%
資產回報率	-67%	-15%	-10%	-8%	-3%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	(11.1)	(4.7)	(3.6)	(2.7)	(1.2)
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	16.29	13.14	11.79

资料来源：公司資料，招銀國際證券預測

小鹏汽车 (XPEV US)

引领自动驾驶赛道

小鹏汽车是新势力中自动驾驶行业龙头。公司定位为中高端新能源汽车品牌，致力于提供具有自动驾驶技术和智能座舱功能的高性价比智能电动汽车。小鹏汽车现有两种车型在产，分别是 G3 和 P7，并推出了一款新的紧凑型轿车，搭载 LIDAR 的 P5 将在 2021 年第四季度交付。2020 年，小鹏汽车交付了 27,041 辆汽车，位居新能源汽车造车新势力第三。在领先的自动驾驶技术支持下，我们预计小鹏汽车在未来几年将保持强劲的增长势头。首次覆盖小鹏汽车，给予买入评级，目标价为 43.12 美元。

- **推出紧凑型轿车 P5。**小鹏汽车于 2021 年 4 月 14 日推出了 P5。P5 搭载了两台由 Livox 生产的“HAP” LiDAR，新的硬件平台将有助于小鹏汽车将 NGP 服务（通过 XPilot 3.5）从高速公路延伸到城市道路。小鹏汽车宣布 P5 将于 2021 年第四季度开始交付，定价和详细配置将于 2021 年 4 月 21 日至 28 日在上海车展上发布。我们预计 P5 的价格将在 18 万-20 万元人民币之间。
- **引领自动驾驶赛道。**小鹏汽车从创立之初就采用内部全栈自研，这使得公司在道路和交通数据的积累和利用中占据领先地位，并比同行和特斯拉等国外竞争对手更好地了解道路状况。我们相信小鹏汽车的自动驾驶功能可以提供更好的本土用户体验。除自动驾驶外，小鹏汽车的自动泊车 and 智能座舱交互功能赢得了消费者高度赞扬。
- **2021-25 年销售增长将保持强劲。**我们认为分销渠道扩张将是在短期内提高小鹏汽车销量的基础之一。长远来看，我们认为小鹏汽车销量将取决于其新能源汽车车型的竞争力和品牌知名度。我们预计公司 2021 年将交付 4.85 万辆汽车。我们预计到 2025 年小鹏汽车销量将达到 30.9 万辆，相当于 2021-25 年复合增长率为 58.9%。我们还预计小鹏汽车的市场份额将从 2020 年的 2.0% 增长到 2025 年的 5.0%。
- **首次覆盖小鹏汽车，给予买入评级，目标价为 43.12 美元。**我们采用分部加总估值法，根据汽车和服务销售收入和 5 倍/20 倍 2025 年市销率倍数评估小鹏汽车的价值，并以 18% 的贴现率折现。我们的目标价格为 43.12 美元，对应 20.5/13.4 倍 2021/22 年市销率。首次覆盖小鹏汽车，给予买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	2,321	5,844	10,694	16,320	28,055
同比增长 (%)	23,815.3	151.8	83.0	52.6	71.9
净收入(百万元人民币)	(4,654)	(4,890)	(4,116)	(3,641)	(2,160)
每股盈利(元人民币)	(26.6)	(13.0)	(5.3)	(4.6)	(2.7)
每股盈利变动 (%)	不适用	(51)	(60)	(13)	(41)
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	(5.0)	(3.5)	(2.3)
市盈率(倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	68.7	27.3	14.9	9.8	5.7
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	不适用	(35)	(13)	(13)	(8)
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料、彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	US\$ 43.12
潜在升幅	+41.3%
当前股价	US\$ 30.52

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	24,491
3 月平均流通量(百万港元)	665.0
52 周内股价高/低(港元)	74.49/15.00
总股本(百万)	498

资料来源：彭博

股东结构

He Xiaopeng	25.0%
Simplicity & Respect entities	22.3
Alibaba	12.3%

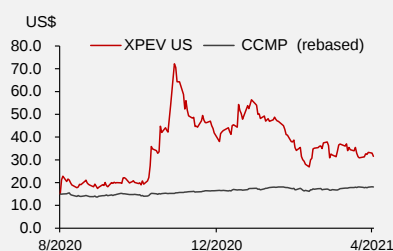
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	-8.3%
3-月	-36.8%	-40.4%
6-月	58.7%	28.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

公司背景

自动驾驶行业龙头

小鹏汽车成立于 2015 年，是中国领先的智能电动汽车设计者和制造商。小鹏汽车定位为中高端电动汽车品牌，并致力于成为具有自动驾驶技术和智能座舱功能的高性价比智能电动汽车。2020 年，小鹏实现新能源汽车交付 27,041 辆，位居新能源汽车造车新势力第三。

公司口号是：“做更懂中国的智能汽车”，这反映了公司对制造适合中国本土环境的智能汽车的重视。小鹏汽车已深入中国市场，并通过内部研发建立了核心竞争力，并以此提供了出色的用户体验。2021 年 1 月公司通过 OTA 更新使其旗舰车款 P7 实现了领航辅助功能（NGP），可以对应 L3 级别自动驾驶功能。与海外企业相比，我们相信小鹏汽车已在自动驾驶和智能座舱方面积累了一定优势，这些优势聚焦于更好的适配于中国的本土化交通环境以及用户需求。

车型规划

小鹏汽车现有两款车型在产，分别是 G3 和 P7。

- G3，是紧凑型 SUV，于 2018 年底实现量产/交付，价格区间为 14.68-19.98 万元人民币。小鹏汽车计划在 2021 年第三季度发布 G3 的改款版本。
- P7，是中高档中型轿车，于 2020 年 6 月实现量产/交付，价格区间为 22.99-40.99 万元人民币。

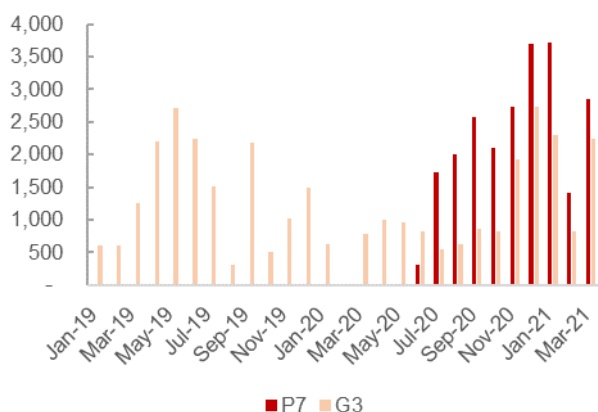
小鹏汽车于 2021 年 4 月 14 日推出了全新紧凑型轿车 P5。P5 基于“David-Platform（大卫平台）”，与 G3 相同，并搭载两台由 Livox 生产的“HAP”激光雷达。新的量产车规级硬件平台将有助于小鹏汽车的领航辅助功能(NGP)服务（通过 XPilot 3.5）从高速公路延伸到城市道路。小鹏汽车宣布 P5 将于 2021 年第四季度起交付，定价和详细配置将于 2021 年 4 月 21 日至 28 日在上海车展上发布。我们预计 P5 价格将在 18 万-20 万元人民币之间。

在未来的车型规划方面，我们预计第四款车型将是 B 级 SUV，与 P7 同平台，并安装有最新的 XPilot 4.0 系统。预计小鹏汽车将基于全新平台推出其第五款车型。我们相信第四和第五款车型将在当前的价格范围进一步扩大，并将仍处于中高端市场定价。

我们认为小鹏汽车的车型规划涵盖了中高端市场，在造车新势力中与特斯拉中国的重叠度最高。与蔚来汽车定位于豪车市场相比，我们相信小鹏汽车的产品定位反映了其总体战略，即提高交付量并积累大规模用户群，以收集用户驾驶数据并支持其自动驾驶算法迅速迭代。

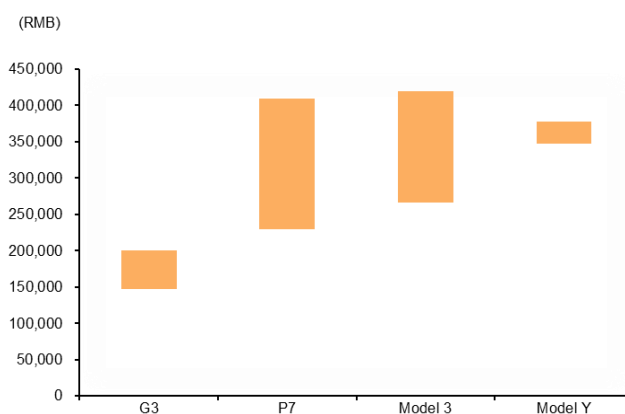
由于小鹏汽车将自动驾驶和智能座舱作为其电动车型的主要竞争特点，我们认为智能硬件是其电动车型规划中的必须。而自动驾驶硬件的配置将使公司难以突破目前的定价水平，向低价市场进一步延伸。

图 87: 月销量



资料来源: CPCA, 招银国际证券

图 88: 价格区间 vs 特斯拉



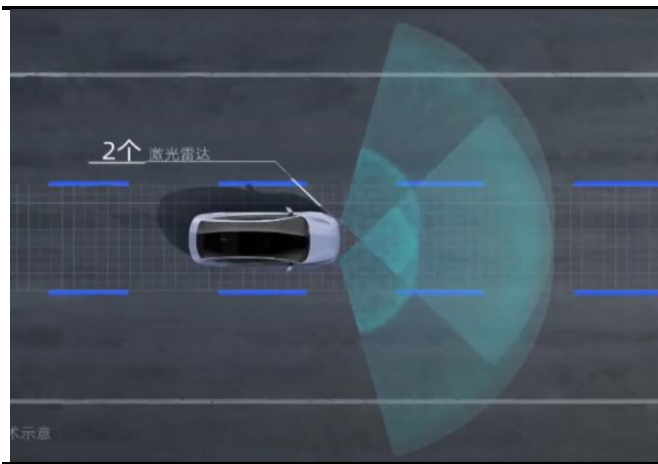
资料来源: 汽车之家, 招银国际证券

图 89: 小鹏 P5



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 90: 小鹏 P5 采用 2 种额外传感设备—Livox HAP LiDAR



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

自动驾驶

自动驾驶价值链可以分为三大类：感知（前端），融合（中端）和执行（后端）。与使用一级供应商 ADAS 解决方案套件的同行相比，小鹏汽车从感知端开始采用内部全栈自研，从而使公司能够及早获取感知数据并积累数据优势。

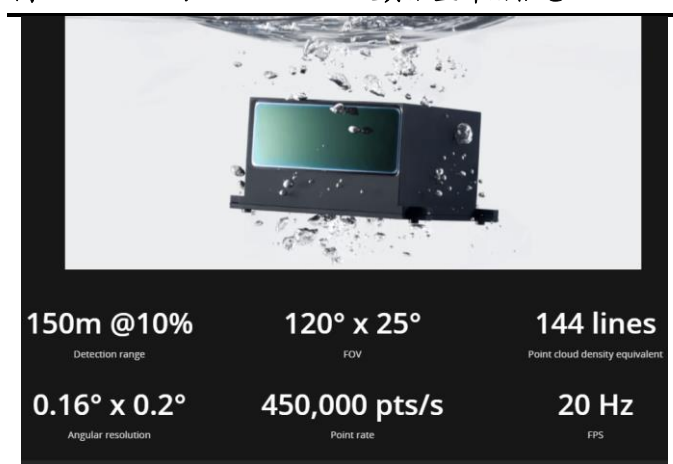
由于小鹏汽车在利用道路状况和交通感知数据方面处于领先地位，我们认为小鹏汽车积累了可观的数据，并且比同行和特斯拉等海外竞争对手更了解中国的交通和道路状况。我们相信小鹏汽车的自动驾驶功能可以提供更好的本土化用户体验。

以 P7 为例，它配备了 XPilot 3.0 自动驾驶辅助系统，其硬件解决方案包括 14 个摄像头，5 毫米波雷达和 12 个超声传感器，构成了业界唯一的 360 度双感应融合系统。XPilot 3.0 将为中国国内用户提供最适合中国道路情况的自动驾驶解决方案。2021 年 1 月，小鹏汽车为其 XPilot 3.0 系统启用了“领航辅助(NGP)”功能，支持其 P7 车型在高速路段实现 L3 级自动驾驶。

对于即将面世的 P5，小鹏汽车采用 2 台 LiDAR 作为视觉技术支持，这与特斯拉的自动驾驶解决方案不同。新车型将使用 Livox 的 HAP LiDAR。

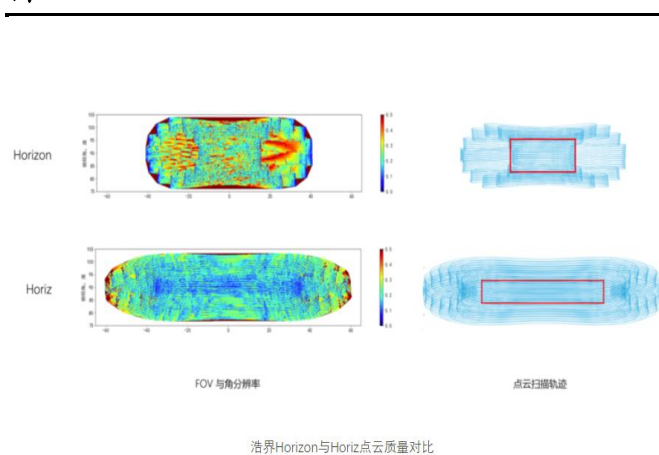
Livox 使用其 Horiz 传感器（Livox Horizon 的汽车级版本）完成了小鹏汽车的一系列定制，其最终量产版本具有一系列行业领先的功能。例如，Horiz 的探测范围将从公共样本版本 Horizon 的 90 米（对于反射率为 10% 的对象）增加到 150 米。这将使得 XPILOT 自动驾驶系统能够更轻松地在高速公路和城市道路上更早地探测到任何遥远的障碍物。同时，Horiz 的分辨率也比公共样本版本高出一倍，新的 ROI（感兴趣区域）点云密度在 0.1 秒内等效增加到 144 条线，而无需添加额外的激光发射器。增加的点云密度可以更快地探测到道路表面的微小物体，包括行人、自行车甚至是交通锥。Horiz 的水平 FOV（视场）也已从 Horizon 的 81° 扩展到 120°。通过解决驾驶员面临的诸多挑战——例如消除盲区——极大地增强了智能驾驶体验。

图 91: Livox 的 HAP LiDAR 及其配置详细信息



资料来源: Livox, 招银国际证券

图 92: Horiz vs Horizon



资料来源: Livox, 招银国际证券

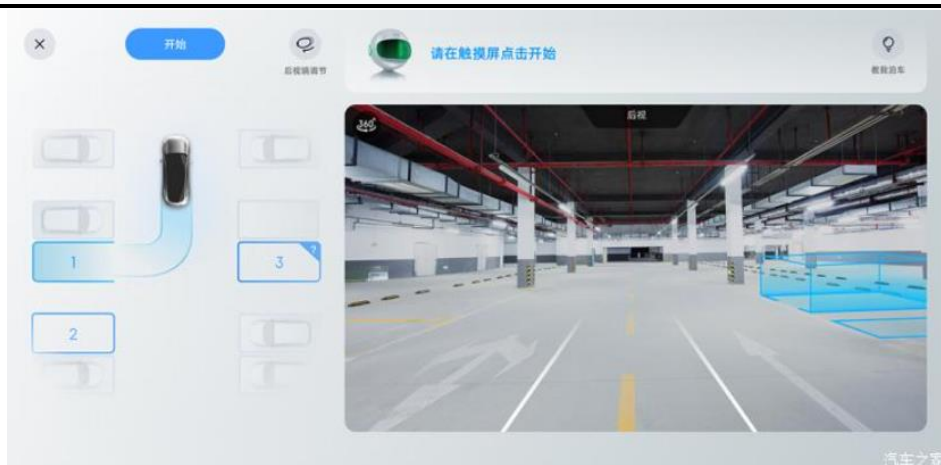
根据我们对部分小鹏汽车消费者的调研，我们发现小鹏汽车在 Xpilot 3.0 的自动泊车功能（包括前向泊车和自动记忆泊车）方面获得消费者高度评价，这在我们看来形成了差异化竞争优势。

图 93: XPILOT 安全



资料来源: 汽车之家, 招银国际证券

图 94: XPILOT 自动泊车



资料来源: 汽车之家, 招银国际证券

智能座舱

对于智能座舱，最新车型 P7 和 G3 配备了 Xmart OS 2.0 车载智能系统。该系统采用高通 820A 芯片，并将操作内存和存储空间升级为 4GB 和 128GB。两种车型均支持 OTA 升级以实现更多功能。同时，Xmart OS 2.0 的设计更加简洁，交互更加简单，从而增强了用户体验。公司计划将 Xmart OS 升级到 3.0 版本，使新推出的 P5 支持更高等级的语音控制。

我们相信小鹏汽车在智能座舱，尤其是在 HMI 领域，有其自身的亮点。小鹏汽车可以通过高级语音识别实现持续对话。车载 App 也采用开放模型以培养自己的 APP 生态。2020 年 5 月小鹏汽车宣布与支付宝建立战略合作。根据公司信息，小鹏汽车将把来自支付宝的数百万个小程序完全集成到其车辆之中。

我们相信小鹏汽车的智能座舱系统可以提供出色的用户体验。在开放式生态系统的支持下，我们预计越来越多的客户数量将为小鹏汽车提供机会，在不久的将来形成新的业务模式。

图 95: Xmart 2 OS 2.1.0 OTA 全场景语音交互



资料来源: 汽车之家, 招银国际证券

图 96: Xmart OS 2.5 QA 模式导航



资料来源: 汽车之家, 招银国际证券

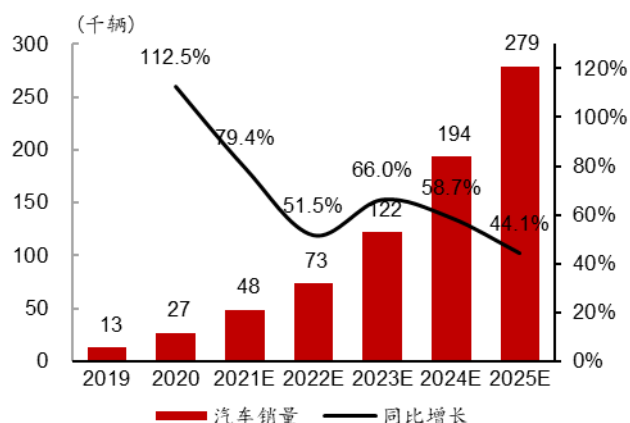
销售预测

在短期内，我们认为分销渠道的扩张将是推动小鹏汽车销量的基础之一。在现阶段，小鹏汽车零售店主要集中在一线和二线城市。我们预计公司未来的渠道发展将主要集中在：1) 扩大一二线城市核心商务区门店数量，以提高品牌知名度；2) 依靠部分经销商的特许经营权，在新能源汽车认可度较高的二三线城市快速拓展销售渠道。管理层表示，到2021年底小鹏汽车计划拥有300家门店，覆盖110个城市。

长远来看，我们认为小鹏汽车的销售将取决于其新能源车型的竞争力和品牌知名度。鉴于小鹏汽车的价格范围低于造车新势力同行，我们认为其在年轻一代中获得了高度认可，并拥有比同行更高的女性消费者支持。我们对公司在智能座舱和自动驾驶中的定位感到乐观。

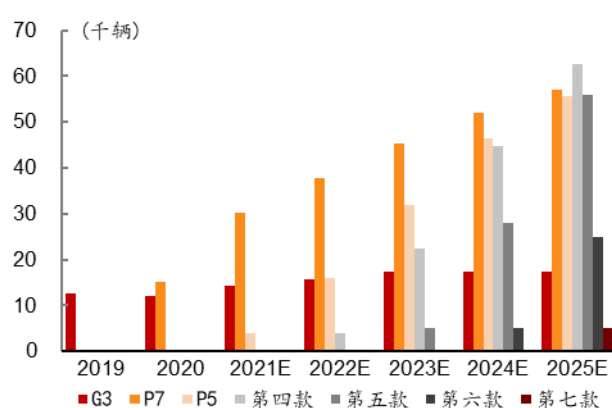
根据我们对小鹏汽车各种电动车型的销售预测，我们预计公司在2021年将交付4.85万辆汽车，同比增长79.4%。从中期来看，由于我们预计小鹏汽车的自动驾驶功能将越来越受欢迎，我们预计汽车销售将保持高增长率。我们预计2025年小鹏汽车的销量将达到27.9万辆，2020-25年复合增长率为59.5%。我们还预计小鹏汽车的市场份额将从2020年的2.0%增长到2025年的4.5%。

图 97: 小鹏汽车销量预测



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 98: 销量预测: 按车型



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

盈利预测

收入

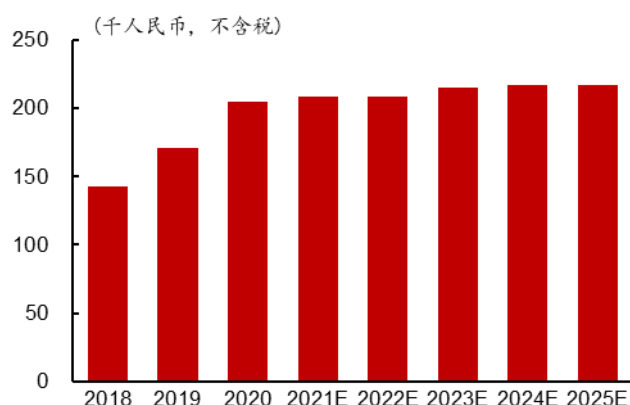
公司通过汽车销售以及其他销售和服务产生收入。2020 年，汽车销售收入同比增长 155% 至 55 亿元人民币，而其他销售和服务收入同比增长 98% 至 2.98 亿元人民币。两者都可以归因于车辆交付量的强劲增长。

我们预计公司将继续通过渠道扩张和新车型的推出来扩大其市场份额。因此，我们预计 2021 年汽车销售收入将保持 82% 的增长率，而其他销售和服务收入将保持 99% 的增长率。

■ 汽车销售收入

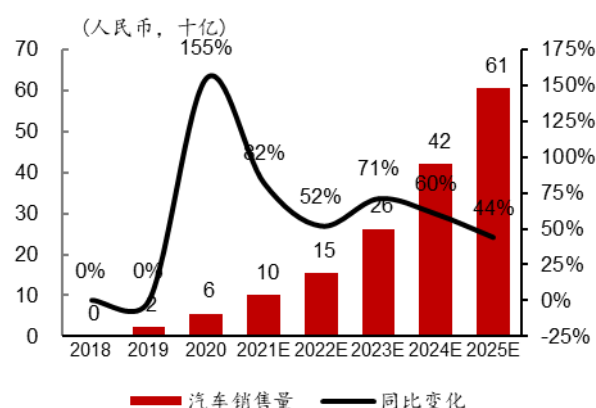
我们认为，汽车销量将受到以下因素推动：1) 渠道网络扩张，2) 品牌知名度提升，3) 新车型推出等。我们预计 2021 年小鹏汽车的总销量将增长 79.4% 至 4.85 万辆，基于我们的汽车出货量预测。由于我们预计不会出现大幅降价，因此假设平均售价将基本保持稳定。2021 年，总平均售价将保持在 20.8 万元人民币。我们预计 2021 年汽车销售收入将同比增长 82% 至 101 亿元人民币。

图 99: 平均售价预测



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 100: 汽车销售收入预测

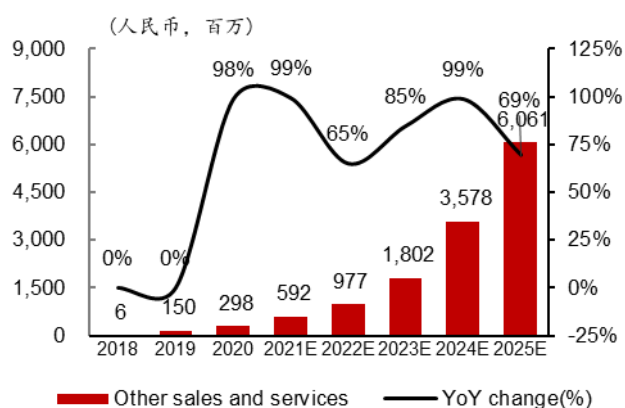


资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

■ 其他销售和服务收入

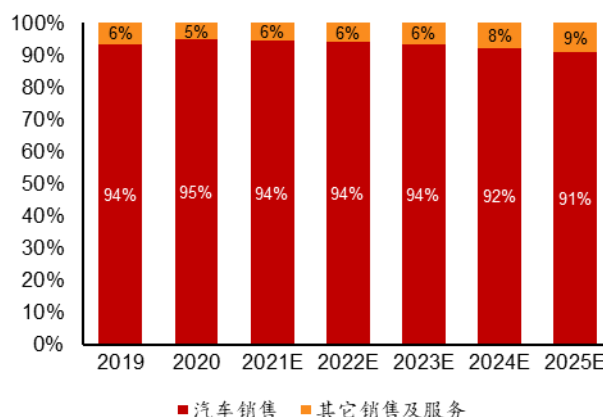
其他销售和服务包括叫车服务、融资租赁、充电服务和维修服务。我们预计 Xpilot 3.0 或将来的可选软件包将被录入其他销售和服务收入。我们预计 Xpilot 的采用率将逐步提高，考虑到 1) 中国自动驾驶服务渗透率的整体提高，2) Xpilot 的 OTA 升级以提高客户满意度。此外，我们预计金融服务、充电服务和维修服务将超过汽车销售，由于 1) 金融渗透率不断提高，2) 充电和维修服务积累的客户群。因此，我们预计 2021 年，售后服务收入将保持 99% 的增长率。

图 101: 其他销售和服务收入



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 102: 汽车销售将占总收入的大头



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

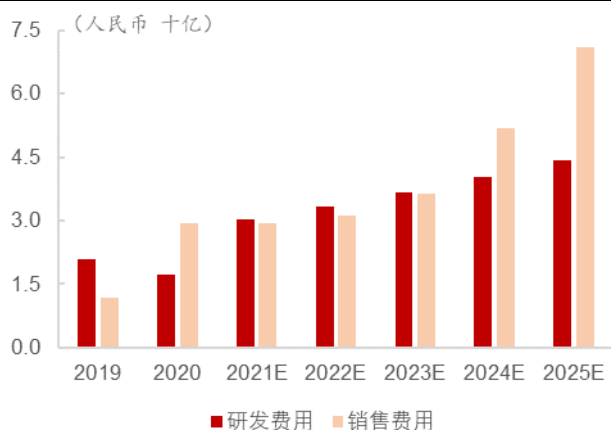
毛利率

我们预计小鹏汽车的总体毛利率将会显著改善。随着汽车销量持续攀升，规模经济将逐步实现。此外，鉴于其他销售和服务所占收入比重的逐步提高（其利润率高于汽车销售），我们预计毛利率将进一步提高。具体来说，我们预计小鹏汽车的毛利率将由 2020 年的 4.6% 提升至 2021 年的 9.3%。

研发和销售及管理费用

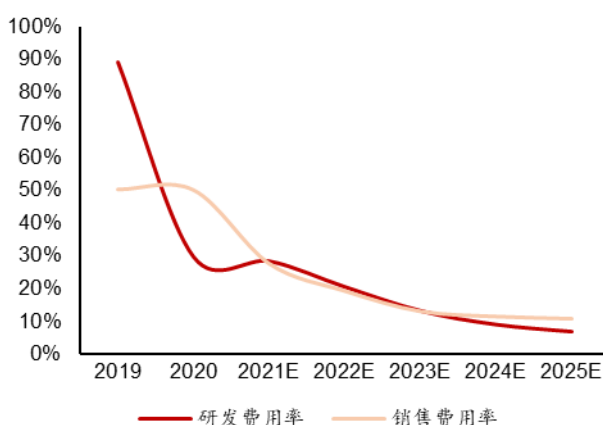
小鹏汽车计划加快研发投入。在 2020 年第四季度业绩发布会上，管理层指引 2021 年大幅增加研发费用，用于自动驾驶、国际化和第四代 XPILOT 技术。至于销售及管理费用，小鹏汽车计划将零售店由 2020 年的 160 家扩张至 2021 年的 300 家，覆盖 110 个城市。我们预计分销渠道的扩张也将带来销售及管理费用的显著增加。

图 103: 研发和销售及管理费用预测



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 104: 研发 vs 销售及管理费用率

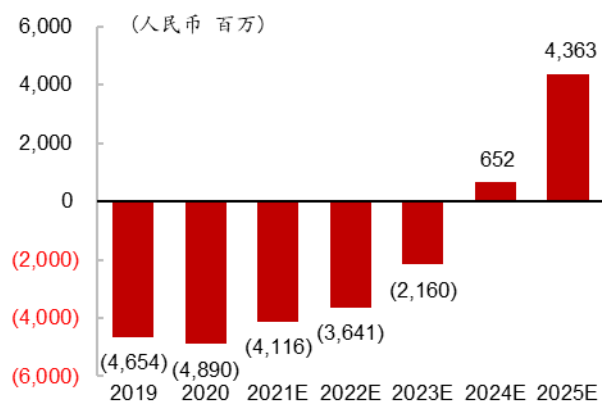


资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

净利润

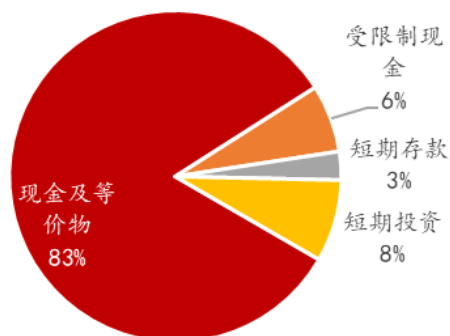
我们预计，随着汽车销量的增长，小鹏汽车的净利润将持续改善，整体运营杠杆将提高。根据我们的销售预测，我们预计小鹏汽车将在 2023-24 年达到收支平衡，此后其整体盈利能力将变强。我们认为市场不太担心小鹏汽车的短期亏损状况。2020 年首次公开募股和配股后，小鹏汽车持有的现金储备超过 350 亿元人民币，足以维持其研发费用和分销渠道的增长。

图 105: 净利润预测



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 106: 小鹏汽车现金构成



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

估值

首次覆盖，目标价 **43.12 美元**（潜在升幅 **41.3%**）

鉴于公司业务多样，我们采用分部加总法评估小鹏汽车价值。我们将小鹏汽车的业务细分为两类，分别是

- **汽车销售** – 通过销售不同电动车型和附加的基本自动驾驶硬件/服务产生收入和收益；
- **其他收入** – 包含其他销售和服务，主要包括叫车服务、融资租赁、充电服务和维修服务。

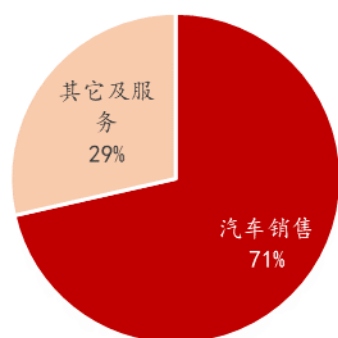
我们对小鹏汽车在中高端市场的表现感到乐观。其智能汽车+高性价比将有助于其抢占市场份额。对于汽车销售，我们使用 5 倍 2025 年市销率的估值倍数，对于其他收入分部使用 20 倍 2025 年市销率的估值倍数。此外我们使用 18% 的贴现率来折现权益成本。我们预计 2021 年，汽车销售将达到每股 30.80 美元，其他收入将达到每股 12.32 美元。

图 107: 2021 年分部加总估值汇总

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
小鹏汽车					
汽车销量 – 辆	48,499	73,468	121,980	193,558	278,954
总收入（百万人民币）	10,694	16,320	28,055	45,668	66,674
汽车销售	10,101	15,344	26,252	42,090	60,612
其它及服务	592	977	1,802	3,578	6,061
净利润/亏损	(3,445)	(3,269)	(2,143)	(447)	2,255
股本数-百万	789				
股价 – 美元	30.52				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 – 百万美元					34,035
汽车销售 – 6倍2025年市销率					24,310
其它及服务 – 25倍2025年市销率					9,724
2021年目标价 – 美元					43.12
汽车销售					30.80
其它及服务					12.32
股价上涨空间					41.3%
2025年预测市盈率					97.0
2021年市销率					20.46
2022年市销率					13.41

资料来源：招银国际证券预测

图 108: 2021 年估值占比



资料来源：招银国际证券预测

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	2,321	5,844	10,694	16,320	28,055
汽车销售	2,171	5,547	10,101	15,344	26,252
其它销售	150	298	592	977	1,802
銷售成本	(2,879)	(5,578)	(9,703)	(14,326)	(23,744)
毛利	(558)	266	990	1,994	4,311
其它收入	(2,070)	(1,726)	(3,020)	(3,322)	(3,655)
其它 (虧損) / 盈利淨額	(1,165)	(2,921)	(2,941)	(3,118)	(3,624)
銷售及營銷開支	12	87	-	-	-
息稅前收益	(3,781)	(4,294)	(4,971)	(4,447)	(2,968)
利息收入	89	133	610	520	420
利息開支	(32)	(22)	(62)	(77)	(92)
公允價值收益	27	1,362	200	200	200
其它損益	4	90	107	163	281
稅前利潤	(11,288)	(5,298)	(7,185)	(3,956)	(1,452)
所得稅	(0)	(1)	-	-	-
非控股價值增加	(961)	(2,158)	-	-	-
淨利潤	(4,654)	(4,890)	(4,116)	(3,641)	(2,160)

现金流量表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(3,636)	(2,620)	(3,568)	(3,198)	(1,832)
折舊和攤銷	138	256	293	319	344
運營資金變動	1,706	(213)	509	(1,985)	(3,533)
稅務開支	(0)	(0)	0	0	0
其它	(1,771)	(1,380)	(608)	(505)	(390)
經營活動所得現金淨額	(3,563)	(3,958)	(3,373)	(5,369)	(5,410)
資本開支	(685)	(2,738)	(174)	(136)	(110)
其它	1,425	(1,000)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	740	(3,737)	(174)	(136)	(110)
股份發行	2,725	37,181	-	-	-
淨借貸	970	(352)	500	500	500
股息	-	-	-	-	-
其它	(102)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,594	36,829	500	500	500
現金增加淨額	771	29,134	(3,048)	(5,005)	(5,021)
年初現金及現金等價物	1,632	2,408	31,542	28,494	23,489
受限制現金	461	2,332	2,565	2,822	3,104
匯兌	5	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,947	29,209	25,929	20,667	15,364

资产负债表

年結: 12/31 日 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,291	5,028	5,356	5,738	6,104
物業、廠房及設備	3,230	3,082	3,322	3,537	3,727
使用權資產	440	461	466	470	475
應收金融租賃	110	397	581	814	1,058
其它非流動資產	511	1,087	987	916	844
流動資產	4,961	39,679	38,299	35,845	34,763
現金及現金等價物	1,947	29,209	25,929	20,667	15,364
應收賬款	539	1,129	1,604	2,122	3,367
存貨	454	1,343	1,711	2,611	3,367
短期投資	408	2,821	2,821	2,821	2,821
其它流動資產	1,613	5,177	6,235	7,625	9,845
流動負債	3,298	7,837	10,273	11,112	11,561
短期負債	420	128	232	282	332
貿易應付款	954	5,112	6,951	7,397	7,512
長期負債即期部分	60	45	70	85	100
應計和其它負債	1,756	2,256	2,595	2,854	2,997
其它	108	296	426	494	622
非流動負債	3,091	2,440	3,068	3,798	4,792
借貸	1,690	1,645	2,017	2,452	2,887
租賃負債	361	353	372	390	410
其它	1,039	442	680	956	1,496
淨資產淨額	2,863	34,430	30,314	26,673	24,513
少數股東權益	-	-	-	-	-
夾層權益	9,693	-	-	-	-
股東權益/赤字	(6,830)	34,430	30,314	26,673	24,513

主要比率

年結: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
汽车销售	94%	95%	94%	94%	94%
其它	6%	5%	6%	6%	6%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	-24%	5%	9%	12%	15%
稅前利率	-486%	-91%	-67%	-24%	-5%
淨利潤率	-200%	-84%	-38%	-22%	-8%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	5.1	3.7	3.2	3.0
速動比率 (x)	1.0	4.7	3.3	2.7	2.3
現金比率 (x)	0.7	4.1	2.9	2.2	1.7
平均應收周轉天數	296	794	908	731	458
平均存貨周轉天數	158	235	230	220	184
平均應付周轉天數	88	87	74	65	58
債務/股本比率 (%)	74%	5%	7%	10%	13%
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
股本回報率	n/a	-35%	-13%	-13%	-8%
	-54%	-18%	-8%	-7%	-4%
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	(26.6)	(13.0)	(5.3)	(4.6)	(2.7)
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值 (人民幣)	4.7	44.3	38.4	33.5	30.4

资料来源: 公司及招銀國際證券預測

理想汽车 (LIUS)

新能源汽车差异化技术解决方案领导者

理想汽车是新势力中差异化增程式解决方案的开拓者。公司于2019年11月推出了首款增程式车型-六座大型豪华电动 SUV 理想 ONE。理想针对多人家庭用户的精准市场定位,帮助公司成功实现销量爬坡。2020年,理想汽车共交付 32,624 辆理想 ONE,位居新能源造车新势力中第二名。公司计划从2022年开始,每年推出两款新车型。鉴于其成功市场定位和出色的成本控制能力,我们预计公司将保持快速增长的势头。我们正式开始对理想汽车进行覆盖,并且给予“买入”评级,目标价为 37.73 美元。

- **精准的市场定位促进销量爬坡。**理想 ONE 专为多人家庭设计,在车型轴距和内饰设计上具有大尺寸和空间感。同时大型 SUV 赢得了家庭用户的青睐,并在2020年成功实现了的交付记录。我们预计其良好势头将在2021年得以延续。公司2021年第一季度共交付了12,579辆理想 ONE,高于4季度电话会指导。
- **新车型规划: 公司将从2022年起每年推出两款车型。**理想预计将在2022年下半年推出两款新车型,其中一款为全尺寸 SUV (内部代码“X01”)。管理层披露该 SUV 车型将配备 L4 级自动驾驶硬件,并能够通过 FOTA 进行自动驾驶升级。同时在纯电车型方面,理想正在开发基于高压快速充电的纯电动平台,旨在实现10-15分钟内充电达到80%,支持500公司续航里程。
- **出色的成本控制为公司一大亮点。**基于独特的增程式动力总成系统,理想 ONE 通过减少配备动力电池的系统和使用较少的汽车轻量化结构件来节省大量成本。同时,精确的市场定位使其位列豪华车细分领域中,并保持了高端品牌形象。理想在此前几个季度中实现了毛利率的快速增长,并且2020年全年达到16.4%,位列新势力中第一。
- **首次覆盖给予“买入”评级,目标价为37.73美元。**我们测算公司2025年全年交付量将达到29.2万台,2020-2025年CAGR为55.0%。我们预计伴随着其销量增长,公司经营杠杆将持续提升,并在2024年实现盈亏平衡。我们基于汽车销售/其他服务分部的5倍/15倍2025年P/S倍数和18%的权益成本折现,我们给予理想汽车目标价为37.73美元。首次覆盖给予买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	284	9,457	16,564	21,583	40,356
同比增长(%)	N/A	3,225	75	30	87
净收入(百万元人民币)	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)
每份 ADS 盈利(元人民币)	N/A	(1.82)	(1.63)	(1.44)	(0.58)
每份 ADS 盈利变动(%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市场预测每份 ADS 盈利(元人民币)	不适用	不适用	(0.33)	0.87	2.27
市盈率(倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	402.09	12.09	6.90	5.30	2.83
股息率(%)	-	-	-	-	-
权益收益率(%)	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司资料、彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	US\$ 37.73
潜在升幅	+93.0%
当前股价	US\$ 19.55

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	17,686
3月平均流通量(百万港元)	402.4
52周内股价高/低(港元)	47.70/14.31
总股本(百万)	727

资料来源: 彭博

股东结构

李想	19.7%
王兴	21.6%
Amp Lee Ltd.	19.7%

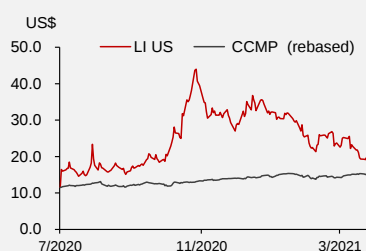
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.0%	-18.8%
3-月	-34.6%	-38.4%
6-月	7.4%	-12.9%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道中天

公司概况

企业背景

理想汽车是中国增程式电动汽车的领导者。公司主营业务为设计、开发及制造高端智能电动汽车。公司通过技术及产品创新的商业模式为中国的家庭用户提供安全、舒适和精致的产品和服务。公司于 2019 年 11 月开始量产交付第一款增程式六座大型 SUV 车型理想 ONE，配备增程动力系统和尖端的智能汽车解决方案。截止到 2021 年 3 月，理想汽车共实现交付 57,935 辆。公司希望借助技术的力量来为客户创造价值。理想汽车的内部技术研发聚焦于其独特的增程系统、下一代电动汽车技术以及智能汽车解决方案。除了已上市的理想 ONE 以外，公司还计划增加更多增程式电动及纯电车型以覆盖更多的用户。

车型规划及用户画像

与其它新势力相比，理想汽车的车型规划具有明显的差异化。目前理想仅有 1 款 SUV 在售，即理想 ONE。理想 ONE 的动力总成采用增程式系统，其目的是在目前充电网络尚未完善的背景下，以成本效率最优的方案解决用户里程焦虑的痛点。其纯电续航里程为 180 公里，快速充电/慢速充电时间分别 0.5 个小时/6 个小时。在燃油+电驱模式的共同支持下，理想 ONE 的 NEDC 续航里程超过 800 公里。

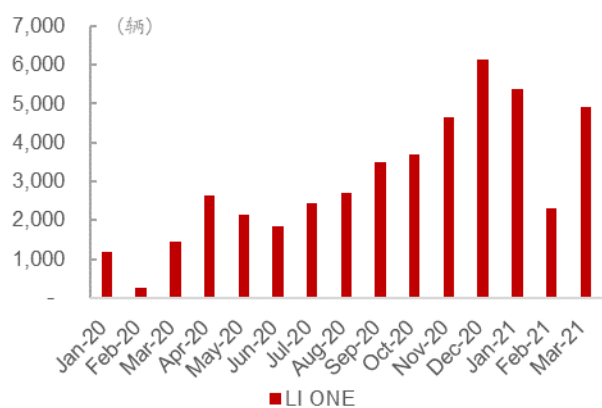
理想 ONE 专为多人家庭设计，在车型轴距和内饰设计上具有较大的尺寸和空间感，并且赢得了家庭用户的青睐。理想 ONE 于 2019 年 11 月实现了批量生产和交付，并具有统一的标准配置，价格为 32.8 万元人民币。自动驾驶方面，理想 ONE 配备了 L2 级别 ADAS 硬件系统。

根据公司在 2020 年 4 季度的披露信息，公司计划从 2022 年起每年推出两款新车型。公司预计将在 2022 年下半年推出这两款新车型，其中一款是全尺寸 SUV（LI 内部代码为“X01”）相对确定。我们预计全尺寸 SUV 将比理想 ONE 具有更高端的定位，并且新车型将配备 L4 级自动驾驶硬件，并可以通过 FOTA 进行自动驾驶升级。我们预计全尺寸 SUV 的价格区间将高于理想 ONE 车型。

在纯电车型规划方面，理想目前正在开发基于高压快速充电的纯电动平台，旨在 10-15 分钟内充电达到 80%，支持 500 公里的续航里程。公司正在开发两个纯电平台，即“鲸鱼平台”和“鲨鱼平台”。鲸鱼平台将主打大空间以针对家庭用户，而鲨鱼平台将主打高性能以针对更年轻的用户群。

我们预计公司短期内车型价格规划将定位高端，倾向于一线和二线城市以及家庭用户的豪华车市场。公司计划未来将逐步向大众市场延伸，逐步做大下沉市场。理想的长期规划为车型价格覆盖 15-50 万元人民币之间。

图 109：理想 ONE 月度交付



资料来源：乘联会, 招银国际证券

图 110：理想 One – 外饰



资料来源：公司资料, 招银国际证券

图 111：理想 ONE – 内饰



资料来源：汽车之家, 招银国际证券

图 112：理想 ONE 采用增程式动力总成



资料来源：公司资料, 招银国际证券

自动驾驶和智能座舱

理想 ONE 采用 Mobileye EyeQ4 视觉处理器，12 个超声波雷达，5 个高清摄像头和 1 个毫米波雷达的解决方案，实现 L2 级别 ADAS 的主流功能。公司于 2020 年 9 月与英伟达及英伟达中国的合作伙伴德赛西威（002920 CH）签署了三方战略合作协议，以启动其全栈自动驾驶研发。理想计划在 2022 年推出的全尺寸增程式 SUV 中采用英伟达 Orin 芯片。叠加激光雷达配置，英伟达 Orin 解决方案将支持 L4 级自动驾驶功能。根据理想自动驾驶研发进展，我们预计公司将在 2022 年下半年至 2023 年推出支持 FOTA 的 L3 级自动驾驶，配置于相关车型。我们认为理想在自动驾驶研发速度方面稍落后于小鹏汽车。

智能座舱领域，理想 ONE 所采用的四屏用户界面设计和出色的语音交互得到了市场的广泛认可。公司精心设计的控制系统可提供出色的用户交互体验，可以识别汽车中不同位置的用户需求，并执行便捷的手势和语音控制。我们预计，理想将在其新车型的智能驾驶舱中保持领先地位。

图 113：四屏用户界面是理想 ONE 智能驾驶舱的一个关键特性



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 114：全车语音交互能准确识别车内不同位置的用户需求



资料来源：公司资料，招银国际证券

渠道网络和销售前景

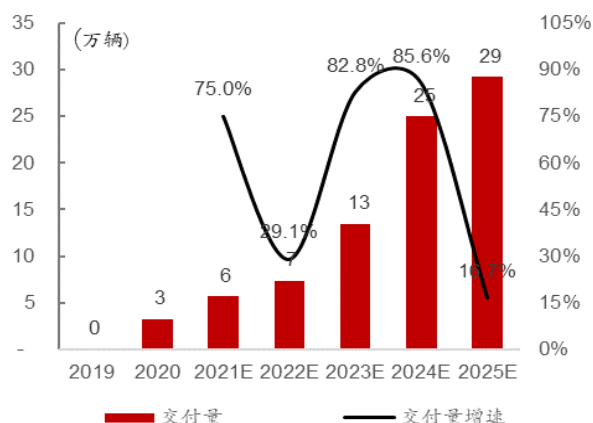
加速销售网络扩张

理想汽车仅采用直销渠道。公司门店数量明显少于造车新势力同业，但保持了较高的销售效率。截止 2021 年 1 月，理想汽车在中国 47 个城市拥有 60 家门店。公司计划到 2021 年底将其渠道门店扩展到 200 家，并将覆盖范围扩展到 100 个城市。根据理想汽车当前的用户背景，公司门店主要覆盖一线和二线城市。鉴于其未来将推出更多车型以覆盖更广泛消费者群体，我们预计公司将扩大其渠道网络至低线城市。依据管理层指引，从长远来看理想将在 2024 年达到 1,000 家零售门店网络。

到 2025 年，市场份额将扩大到 4.7%

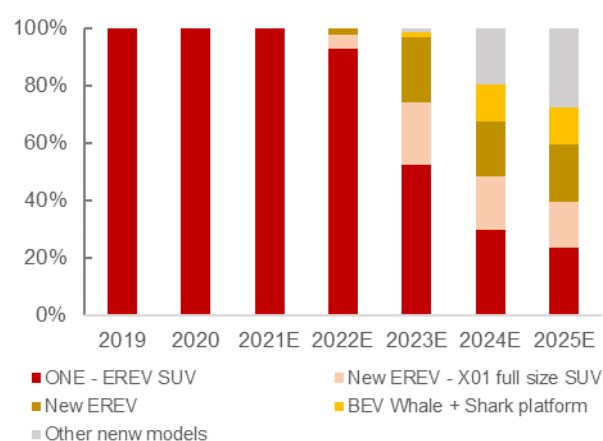
依据公司目前的车型规划以及其精确的用户定位和定价范围，我们预计理想汽车销量将保持持续增长。我们预计到 2025 年，理想汽车年交付量将增至 29.2 万辆，即 2020-2025 年交付量复合年增长率达到 55.0%。我们还预计，理想汽车在中国新能源汽车的市场份额在此期间将从 2.4% 增加到 4.7%。

图 115：理想汽车交付量和市场份额预测：我们预计到 2025 年公司交付量将增长至 29.6 万，市场份额为 4.7%



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 116：理想 ONE 在 2021 年至 2022 年对公司整体交付量将非常重要，而未来的销量增长将受到新车型的推动



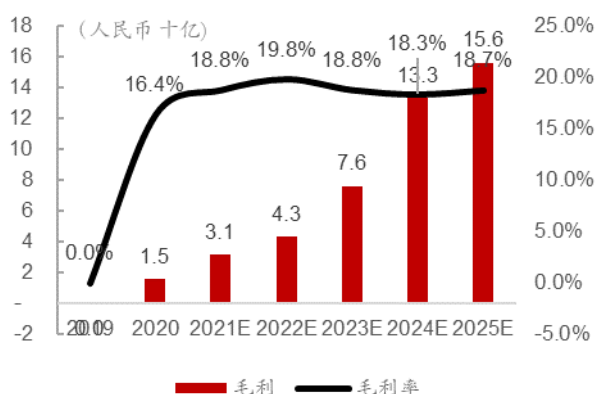
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

出色的成本控制和整体效率

我们认为理想汽车的主要亮点之一。基于独特的增程式动力总成系统，理想 ONE 通过减少配备动力电池的系统和重量更轻的整体组件来节省大量成本。同时，精确的市场定位使其位列豪华车细分领域中，并保持了高端品牌形象。我们相信公司拥有清晰的成本路径。理想汽车自 2020 年 1 季度以来率先实现正毛利率，领先于新势力同业。

在此前的几个季度中，伴随理想 ONE 交付量的增加，公司毛利率迅速增长。由于一次性的供应商激励，公司毛利在 2020 年第三季度达到了短期峰值。2020 年，公司实现了 16.4% 的总体毛利率，管理层指引预计 2021 年的总体 GPM 达到 19% 至 20%。从长远来看，理想汽车的毛利率目标设定在 25%。在未来几年中，我们预计理想汽车整体毛利率在 2021 至 2025 年期间将保持在 18.5% 至 19.8% 区间。我们认为，毛利率的波动将主要由新车型交付爬坡周期所驱动。

图 117：毛利表现是 2020 年理想汽车的亮点，我们预计良好的毛利率表现将得以持续



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

财务分析

收入

理想汽车通过汽车销售以及其他销售和服务产生作为主营收入来源。在理想 ONE 实现全年销售后的第一个财政年度中，公司 2020 年实现全年销售汽车销售收入以及其他销售和服务收入分别达到 93 亿人民币和 1.73 亿人民币。强劲的收入增长主要归功于汽车交付量的提升。

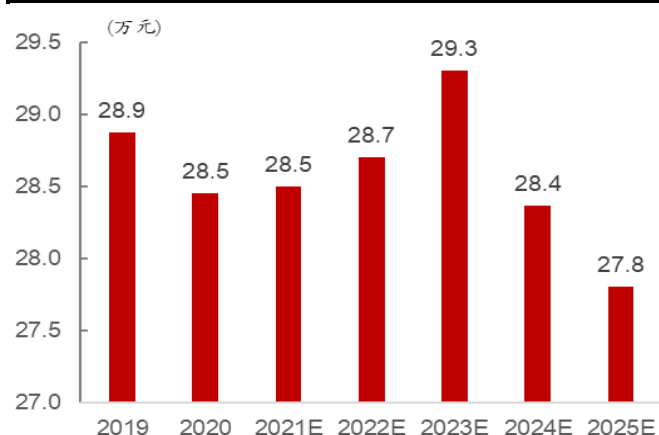
我们预计公司将继续通过渠道扩张和新车型推出进一步扩大其市场份额。因此，我们预计 2021 年汽车销售收入以及销售和服务收入将分别同比增长 70%/ 64%。

■ 车辆交付量增长将是主要驱动力

我们认为理想汽车的销量增长将主要受益于 1) 渠道网络扩展；2) 品牌知名度提升；3) 新车型推出等因素。基于我们的销量预测，我们预计理想汽车销量 2021 年将同比增长 70% 至 5.55 万辆。并且随着新车型的推出，我们预计其销量将在接下来的几年中保持快速增长。

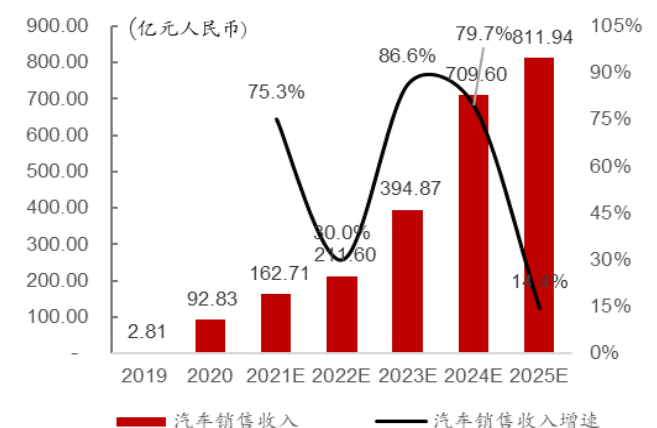
根据理想汽车在 2021 至 2023 的高端新能源汽车定位，我们预计公司将推出价格在 30 万元人民币以上的新车型。随着其具有豪华品牌形象和高级功能的大型 SUV 推出，我们预计新车价格将显著高于当前理想 ONE 的价格。因此我们预计公司 2022 年至 2023 年不含税的整体平均售价将有所增长。我们预计，随着理想汽车面向大众消费市场的更多新车型推出，对应的销售价格也将有所下降，带动公司 2024 年至 2025 年间整体平均售价趋势性下降。总体而言，我们预计公司 2021 年至 2025 年间扣除增值税的均价将保持在 27.8 万元至 29.3 万元人民币的相对稳定范围内。

图 118：我们预计理想 2021 至 2025 年的平均售价将保持在 28 万至 29 万元人民币左右



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 119：汽车销售收入预测

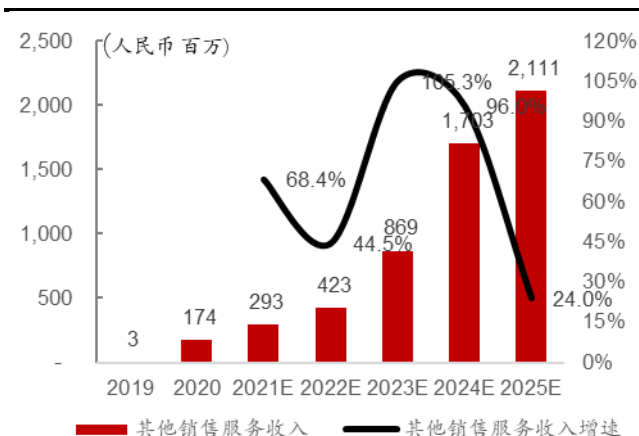


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

■ 其他销售和服务

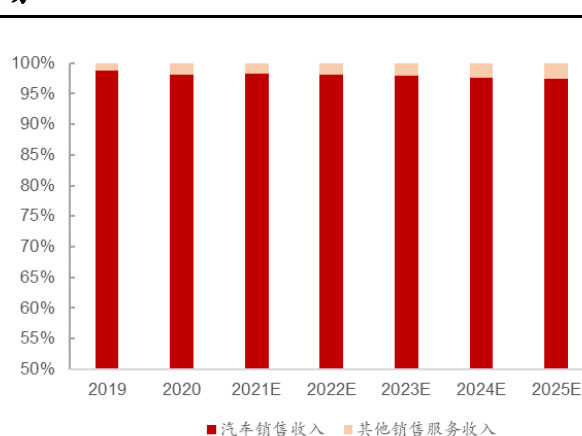
公司其他销售和服务主要包括充电站、车载互联网连接服务，FOTA 升级以及为首购用户终身延保以及独立的理想 Plus 会员费等。由于理想 ONE 的销售以标准配置提供，没有其他服务和收费选项（例如升级的高级自动驾驶功能），因此我们预计其他销售和服务收入将占汽车销售的 1.8%至 2.6%，并保持逐步增长的趋势。需要指出的是，我们尚未在财务模型中考虑软件服务潜力。我们预计 2021 年其他销售和服务收入将同比增长 68.4%至 2.93 亿元人民币，并在未来几年保持快速增长。

图 120：其他销售和服务收入预测



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 121：收入组合：其他销售和服务仅占总收入的一小部分



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

公司 2021 年毛利将达到 31 亿元人民币

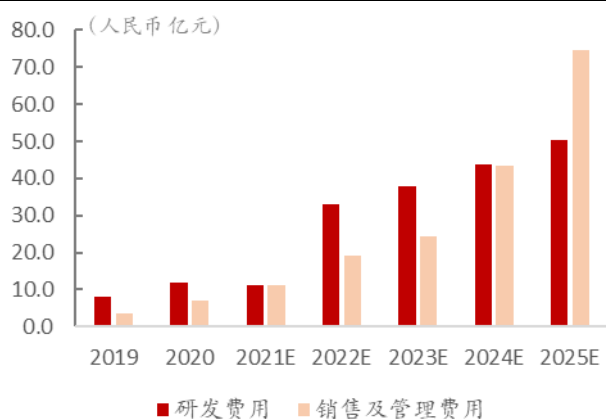
我们预计理想汽车 2021 年毛利率将达到 18.8%，对应毛利为 31.06 亿元人民币，同比增长 100.4%。我们认为，伴随着汽车交付量的增加，公司经营杠杆率将有所提升，同时零部件降本将逐步实现，从而使得毛利增长速度快于收入。

研发费用和销售管理费用

理想汽车的研发费用与同业相比相对适中。公司 2018 至 2020 年间研发支出分别为 8 亿元/11.7 亿元/11.0 亿元。管理层计划在未来几年中加快研发支出，以实现以下目标：1) 新车型研发及新平台研发；2) 自动驾驶开发和智能座舱创新；3) 高压快充技术。公司宣布将在上海建立一个新的研发中心，与北京研发中心形成互补，规模将超过 2,000 人。管理层指引公司 2021 年研发费用将达到至少 30 亿元人民币。

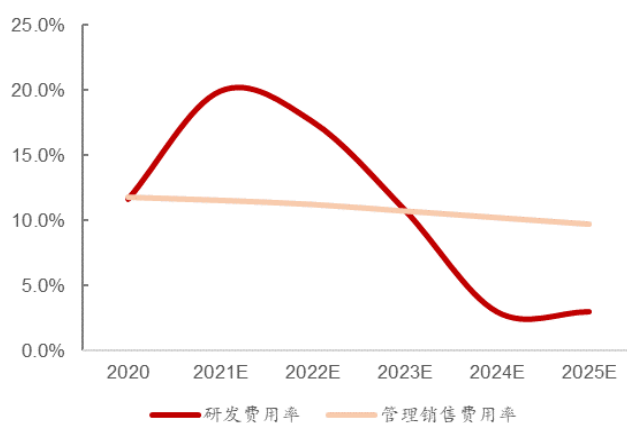
销售管理费用与渠道门店和广告营销相关。我们认为，理想汽车在研发早期阶段既采取了相对精细的态度。公司 2018 至 2020 年间销售管理费用为 3.37 亿元人民币/ 6.98 亿元人民币/11.19 亿元人民币。考虑到理想 ONE 获得市场认可同时，公司亦正在扩展渠道网络，我们预计公司 2021 年销售管理费用将翻番，并在 2022 至 2025 年间增长速度逐步放缓。

图 122: 研发费用和销售管理费用预测



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 123: 研发费用率和销售管理费用率预测



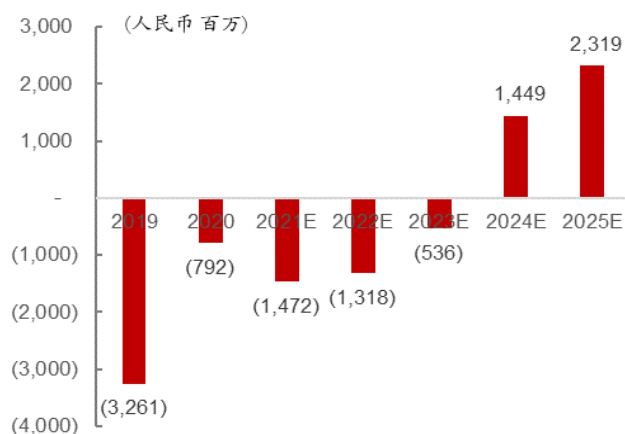
资料来源: 公司官网, 招银国际证券预测

公司将在 2023 至 2024 年间实现盈亏平衡

根据我们的财务模型预测, 理想汽车将在 2023 至 2024 年间达到盈亏平衡, 大概率成为造车新势力中首个实现盈亏平衡的玩家。一旦突破盈亏平衡线, 我们预计公司将在出色的成本控制和持续提高的运营杠杆基础上实现盈利。

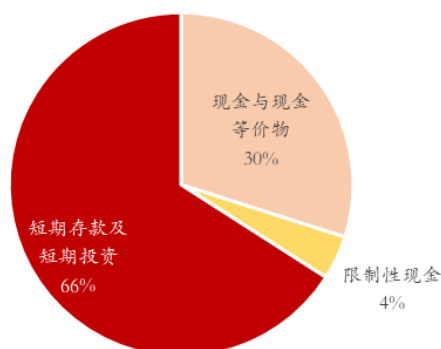
理想汽车在 2020 年确认净亏损 7.92 亿元人民币。我们预计公司在 2021 年及 2022 年净亏损分别为 14.96 亿元人民币/13.67 亿元人民币。公司于 2020 年通过 IPO 和后续配售筹集超过 210 亿元人民币的资金。截止 2020 年底, 理想汽车共持有的现金总额为 299 亿元人民币 (101 亿元人民币现金和 197 亿元人民币短期存款)。在 2021 年 4 月上旬, 理想汽车宣布发行 7.5 亿美元的可转换债券, 为加速未来的支出提供支持。我们认为理想拥有足够的资金来支持其未来扩张, 而不会在短期内面临财务压力。

图 124: 我们预计理想汽车将在 2023 至 2024 年间实现盈亏平衡



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 125: 理想汽车现金储备超过 300 亿元人民币, 组合如下



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

估值

首次覆盖，目标价 37.73（潜在升幅 93.0%）

鉴于公司涉及的业务领域多样，我们采用分类加总估值法（SOTP）对蔚来进行估值。我们将蔚来的业务分为两类，分别是：

- **汽车销售收入** – 通过销售不同车型电动车和附加的基础自动驾驶软件和硬件获取收入，以及
- **其它及服务类收入** – 其他销售收入及服务收入，包含融资租赁，充电服务和维修保养服务。

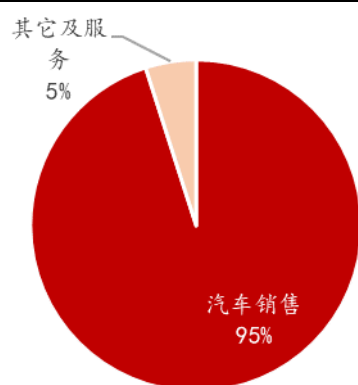
我们给予汽车销售收入 5 倍市销率估值，给予收费类收入 10 倍市销率估值。此外，我们使用 18% 的折现率来反映权益成本。我们估计，2021 年公司汽车销售额对应的价值将达到每份 ADS 35.86 美元，收费类收入对应的价值将达到每份 ADS 1.86 美元。

图 126：2021 年 SOTP 估值概要

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
理想汽车					
汽车销量 – 辆	32,624	57,092	73,710	134,736	250,136
总收入（百万人民币）	16,564	21,583	40,356	72,664	83,305
汽车销售	16,271	21,160	39,487	70,960	81,194
其它及服务	293	423	869	1,703	2,111
净利润/亏损	(1,472)	(1,318)	(536)	1,449	2,319
股本数-百万	908.09				
股价 – 美元	19.55				
折现年份		1	2	3	4
折现系数		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 – 百万美元					34,259
汽车销售 – 6倍2025年市销率					32,565
其它及服务 – 25倍2025年市销率					1,693
2021年目标价 – 美元					37.73
汽车销售					35.86
其它及服务					1.86
股价上涨空间					93.0%
2025年预测市盈率					95.0
2021年市销率					13.30
2022年市销率					10.21

资料来源：招银国际证券预测

图 127： 2021 年估值构成



资料来源：招银国际证券预测

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	284	9,457	16,564	21,583	40,356
汽车销售	281	9,283	16,271	21,160	39,487
其它销售	3	174	293	423	869
銷售成本	(284)	(7,907)	(13,458)	(17,306)	(32,787)
毛利	(0)	1,549	3,106	4,277	7,569
其它收入	(1,169)	(1,100)	(3,300)	(3,795)	(4,364)
其它(虧損)/盈利淨額	(689)	(1,119)	(1,920)	(2,433)	(4,344)
銷售及營銷開支	-	-	-	-	-
息稅前收益	(1,859)	(669)	(2,114)	(1,951)	(1,139)
利息收入	30	41	144	197	228
利息開支	(84)	(67)	(96)	(106)	(122)
投資收入	49	214	561	505	455
投資收益	(163)	(3)	2	7	12
其它損益	(392)	295	30	30	30
稅前利潤	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
所得稅	-	23	-	-	-
非控股權益增加	(843)	(640)	-	-	-
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)

現金流量表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
稅前利潤	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
利息開支淨額	4	(188)	(610)	(596)	(560)
折舊和攤銷	152	442	544	675	779
運營資金變動	(187)	1,398	(302)	(803)	648
稅務開支	-	-	(2)	(3)	(3)
其它	468	3,075	1,099	1,108	1,258
經營活動所得現金淨額	(1,794)	3,140	(743)	(936)	1,586
投資支出	(2,805)	(18,349)	698	608	531
其它	230	(389)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,575)	(18,738)	698	608	531
股份發行	5,207	27,035	-	-	-
淨借貸	307	1,096	7,911	1,770	1,529
股息	-	-	-	-	-
其它	142	(4,180)	610	596	560
融資活動所得現金淨額	5,656	24,711	8,521	2,365	2,089
現金增加淨額	1,287	9,113	8,476	2,037	4,206
年初現金及現金等價物	96	1,436	10,173	18,649	20,686
匯兌	54	(377)	-	-	-
受限制現金	140	1,234	1,604	2,086	2,503
年末現金及現金等價物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389

資產負債表

年結: 12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,448	4,982	5,709	6,217	6,514
物業、廠房及設備	2,795	2,479	2,618	2,714	2,744
使用權資產	510	1,277	1,854	2,248	2,506
長期投資	126	163	163	163	163
其它非流動資產	1,016	1,064	1,073	1,092	1,101
流動資產	5,066	31,391	39,816	42,200	50,853
現金及現金等價物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389
應收賬款	8	116	497	1,079	2,018
存貨	518	1,048	1,988	2,806	5,650
短期投資	2,273	19,701	17,731	15,958	14,362
其它流動資產	971	1,588	2,555	3,756	6,433
流動負債	4,680	4,309	7,048	8,722	15,617
短期負債	239	-	355	392	467
貿易應付款	625	3,161	4,710	6,057	11,475
應計和其它負債	867	647	828	1,079	2,018
其它	2,949	501	1,154	1,194	1,657
非流動負債	253	2,260	9,569	11,524	13,528
借貸	-	512	2,010	2,222	2,647
經營租賃負債	241	1,025	2,101	3,361	4,202
其它	11	724	5,459	5,940	6,679
淨資產淨額	4,581	29,804	28,907	28,171	28,222
夾層權益	10,256	-	-	-	-
股東權益/(赤字)	(5,675)	29,804	28,907	28,171	28,222

主要比率

年結: 12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
汽车销售	98.8	98.2	98.2	98.0	97.8
其它	1.2	1.8	1.8	2.0	2.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	(0.0)	16.4	18.8	19.8	18.8
稅前利率	(850.3)	(2.0)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
淨利潤率	(1,147)	(8.4)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
有效稅率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
資產負債比率					
流動比率(x)	1.1	7.3	5.6	4.8	3.3
速動比率(x)	1.0	7.0	5.4	4.5	2.9
現金比率(x)	0.8	6.6	4.9	4.0	2.4
平均應收周轉天數	5.3	2.4	6.7	13.3	14.0
平均存貨周轉天數	332.5	36.1	41.2	50.6	47.1
平均應付周轉天數	617.0	87.4	106.7	113.5	97.6
債務/股本比率(%)	22.2	7.1	8.2	9.3	11.0
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
股本回報率	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
資產回報率	(34.3)	(2.2)	(3.2)	(2.7)	(0.9)
每股數據					
每股盈利(人民幣)	N/A	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(0.6)
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值(人民幣)	35.93	33.15	31.83	30.71	30.47

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。招銀國際證券G是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。招銀國際證券G可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体、附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者、专家投资者或机构投资者，则招銀國際證券G仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系招銀國際證券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。