

中國新能源汽車行業

造車新勢力：引領汽車電動化浪潮

我們認為，中國的新能源汽車市場在未來 5-10 年將具有巨大的增長潛力。根據我們測算，中國新能源汽車市場 2021-2025 期間銷量年均複合增長率為 34%，滲透率將從 2020 年的 5.4% 翻了兩番至 2025 年的 20%。我們認為蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車憑藉其成功的產品、先發優勢以及良好的融資能力，正在引領汽車電動化浪潮。展望未來，我們預計三家造車新勢力在汽車智能化以新車型開發方面將全面領先同業。我們給予中國新能源汽車行業“優於大市”評級。我們的行業首選是理想汽車，推薦順序為理想汽車>小鵬汽車>蔚來汽車。

- 我們預計中國新能源汽車 2021-2025 年間銷量年均複合增長率將達到 34.2%。得益於 1) 補貼政策的延長和 2) 雙積分政策的推動等政策利好，我們預計中國新能源汽車的銷量將在 2021 年同比增長 40.1% 至 192 萬輛。由於中國政府致力於培育新能源汽車行業，參考工信部設定務實的“2025 年滲透率達到 20%”的目標，中國新能源汽車市場 2021-2025 期間銷量 CAGR 複合增長率為 34.2%。
- 造車新勢力在賽道中處於領先地位。蔚來汽車、小鵬汽車、理想汽車（下稱“三家新勢力”）在此前競爭激烈的市場中突破重圍，並在 2020 年實現了亮眼的交付成績。我們認為三家新勢力已經連續突破了企業發展早期的重要里程碑，並正在朝著可持續發展的方向前進。我們相信，1) 合適的產品車型推出節奏；2) 強大的融資能力以及 3) 差異化的市場定位，是三家新勢力脫穎而出的關鍵因素。
- 差異化成長路徑。新勢力採取了截然不同的發展戰略。蔚來汽車定位豪華品牌，提供優質服務同時打造優秀的用戶社區文化。小鵬汽車在自動駕駛領域處於領先地位。理想汽車在精準產品定位和成本控制方面表現出色。截止 2020 年底，三家新勢力分別擁有 300-420 億元人民幣的現金儲備。我們認為三家新勢力目前在競爭中處於有利位置，未來將花費更多的精力和資源來增強各自領先優勢。
- 理想汽車是我們的行業首選。鑒於其未來 5-10 年的巨大增長潛力，我們首次給予中國新能源汽車行業“優於大市”評級。我們對於不同業務給予不同市銷率倍數，並將 2025 年估值折現回 2021 年作為三家新勢力公允價值。我們認為蔚來汽車領先的產品交付和服務貨幣化進展應獲得估值溢價。我們給予蔚來汽車/小鵬汽車/理想汽車的目標價分別為 46.32 美元/43.12 美元/37.73 美元。根據目前的估值和股價上升潛力，我們將理想汽車作為行業首選。我們對此次所覆蓋公司的推薦順序為理想汽車>小鵬汽車>蔚來汽車。
- 行業風險：1) 半導體供應短缺；2) 產品缺陷；3) 競爭加劇。

同業估值

公司	股票代碼	中國市場 主要車型	2020 年交付量	股價 (美元)	市值 (百萬美元)	2021 年 營業收入 預測 (百萬美元)	2021 年 市銷率 P/S 倍數
特斯拉	TSLA US	Model 3, Model Y	499,550	677.00	652,175	49,270	13.2
蔚來汽車	NIO US	ES6, EC6, ES8	43,728	38.99	63,886	5,360	11.9
小鵬汽車	XPEV US	G3, P7	27,041	30.52	24,491	2,173	11.3
理想汽車	LI US	ONE	32,624	19.55	17,686	2,926	6.0

資料來源：公司資料，彭博，招銀國際證券預測

優於大市 (首次覆蓋)

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

隋曉萌、徐涵博、丁文捷對本報告亦有貢獻

2021 年交付量預測

蔚來汽車	87,175
小鵬汽車	48,499
理想汽車	57,092

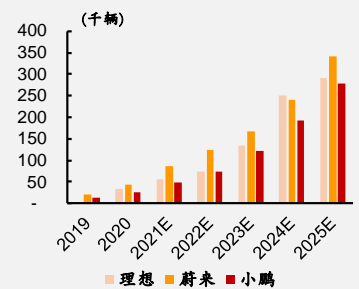
資料來源：招銀國際證券預測

2021 年營業收入預測 - 百萬人民幣

蔚來汽車	33,069
小鵬汽車	9,093
理想汽車	16,564

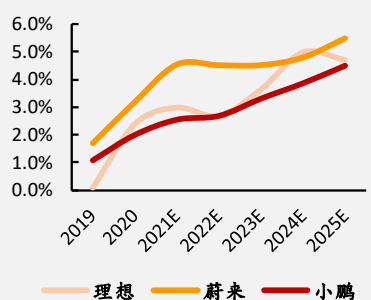
資料來源：招銀國際證券預測

2021-2025 年三家新勢力銷量預測



資料來源：招銀國際證券預測

2021-2025 年三家新勢力市場份額預測



資料來源：招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk)) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

*本報告為 2021 年 4 月 16 日所發佈英文報告的翻譯版本。如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

目錄

中國新能源汽車市場前景展望	3
乘用車銷售恢復增長軌道.....	3
中國汽車市場仍具備中長期增長潛力.....	4
豪華車正在獲得市場份額.....	4
新能源汽車市場具有巨大的增長潛力.....	6
蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車是中國汽車電動化的領導者.....	10
差異化的發展道路.....	12
與特斯拉的競爭.....	27
MCU 供應短缺可能是短期風險.....	28
銷售和盈虧平衡預測.....	29
估值與行業首選.....	32
風險因素.....	35
蔚來汽車 (NIO US)	36
小鵬汽車 (XPEV US)	51
理想汽車 (LI US)	64

中國新能源汽車市場前景展望

我們感受到中國新能源汽車市場巨大的增長潛力。我們預計中國新能源汽車 2020-2025 年間銷量將從 2020 年的 137 萬輛增加到 2025 年的 621 萬輛，複合年增長率達到 34.2%。我們還預計中國新能源汽車的銷售滲透率將從 2020 年的 5.4% 擴大到 2025 年的 20%。

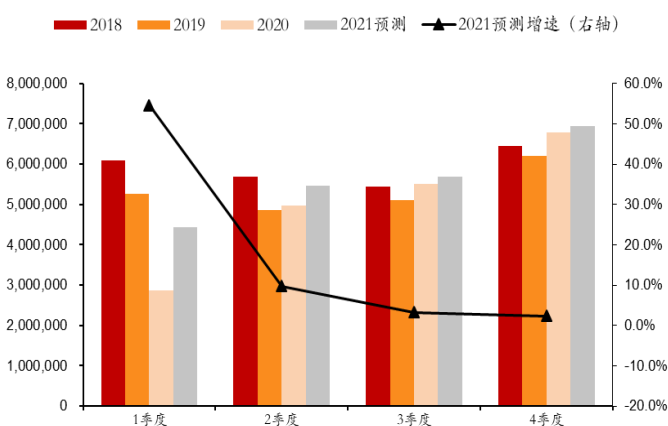
我們認為，中國新能源汽車市場高速增長有堅實的基礎。在微觀層面上，我們觀察到消費者對新能源汽車的認可度和接受度顯著提高，並且有證據表明新能源汽車的消費已朝著主流 B 級及 C 級市場滲透。不斷發展的新能源汽車技術，例如續航里程的顯著提升以及智慧座艙的搭載，已經使得消費者獲得了更好的用戶體驗。

在宏觀層面上，我們還看到政府強有力的政策支持，為中國新能源汽車市場的長期增長奠定基礎。中國政府已經制定了《新能源汽車產業發展規劃(2021—2035 年)》，並且非貨幣政策工具將在 2023 年後取代補貼等貨幣性消費刺激措施。由於各種不同原因，中國乘用車市場在 2018-2020 年度連續三年下降。我們預計 2021 年整體市場將恢復到增長軌道。我們預計中國乘用車將在“汽車下鄉”等刺激政策的推動下，在 2021 年實現 12-14% 的高增長。我們還認為，隨著中國消費者的消費能力增強以及消費升級意願的提升，豪華車將獲得更大的市場份額。我們認為新一輪汽車需求增長即將到來，新能源汽車處於完美的位置以迎接高增長的浪潮。

乘用車銷售恢復增長軌道

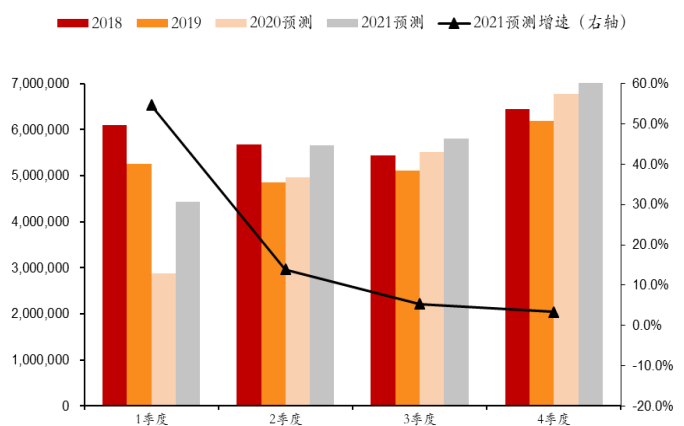
中國乘用車市場在 2018-2019 年度分別同比下降了 4%/ 9%。2020 年，由於新冠肺炎疫情的影響，中國乘用車銷量連續第三年下降，同比下跌 6% 至 1818 萬輛。行業銷量下滑對汽車製造商利潤產生極大的負面影響，並導致了市場的持續整合。為提振汽車市場，國務院於 2020 年 12 月重新啟動“汽車下鄉”等消費刺激政策。我們認為，相關政策將鼓勵農村地區首次購車需求，提振入門級和中端乘用車市場。我們預計，隨著銷量增長的恢復，頭部汽車製造商的經營杠桿將穩步提高。得益於經濟增長和政策支持，我們預計 2021 年中國乘用車市場將恢復增長軌道，實現 12-14% 的兩位數增長。我們認為 2021 年將成為中國下一個乘用車增長週期的里程碑之年。

圖 1: 2021 年中國乘用車銷量預測：基準情形



資料來源：中汽協，招銀國際證券預測

圖 2: 2021 年中國乘用車銷量預測：樂觀情形



資料來源：中汽協，招銀國際證券預測

中國汽車市場仍具備中長期增長潛力

我們對中國汽車市場仍具備中長期增長前景感到樂觀。據世界銀行的統計，到2020年，中國每千人的汽車數量估計約為190輛，仍然顯著低於東亞儒家文化圈在日本/韓國的千人400-600輛水準。我們預計，中國居民的可支配收入將伴隨經濟的持續增長而抬升，成為中國汽車市場在中長期增長的主要推動因素。

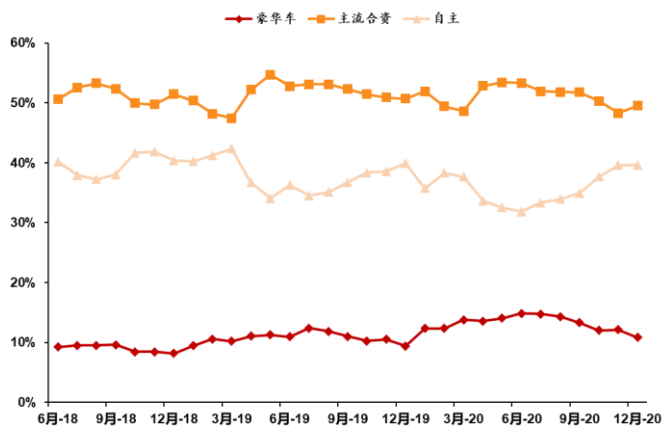
豪華車正在獲得市場份額

根據乘聯會的資料，不同於整體乘用車下滑趨勢，2020年中國豪華車（售價超過30萬元人民幣）的銷量為324萬輛，同比增長6.5%。廣義的豪華車（包括特斯拉，蔚來和理想）總銷量達到346萬輛的，同比增長11.4%。

豪華汽車市場份額繼續從2019年的10.7%增至2020年的13.1%。根據我們預計中國經濟將繼續保持中高速的穩定增長，居民購買力提升的同時，貧富差距將逐步收窄。更多居民消費者將同時具備消費能力和消費意願，因此使得豪華車品牌的市場份額將繼續保持增長。

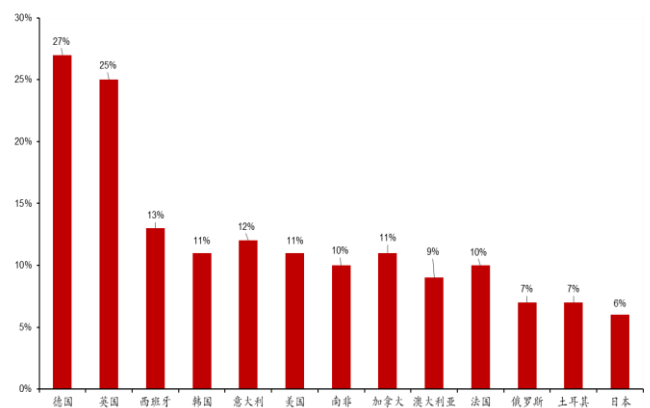
在豪華車領域，三大傳統豪華品牌BBA（寶馬，梅賽德斯·賓士和奧迪）已經佔據了約70%的市場份額。2020年，一線和二線城市仍然成為是豪華車消費的主力軍，同比增速分別為12%/9%。同時，豪華車下沉趨勢明顯，三線和四線城市的也分別實現9%/8%的可觀增長。

圖 3: 中國乘用車細分市場佔比: 按級別



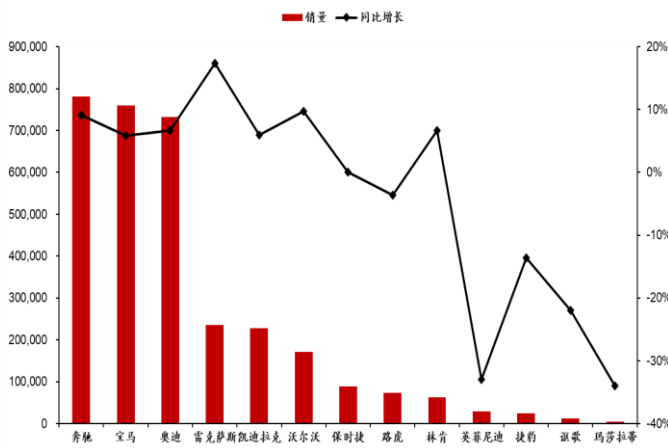
資料來源：中國汽車流通協會，招銀國際證券

圖 4: 豪華車市場佔比: 國別對比



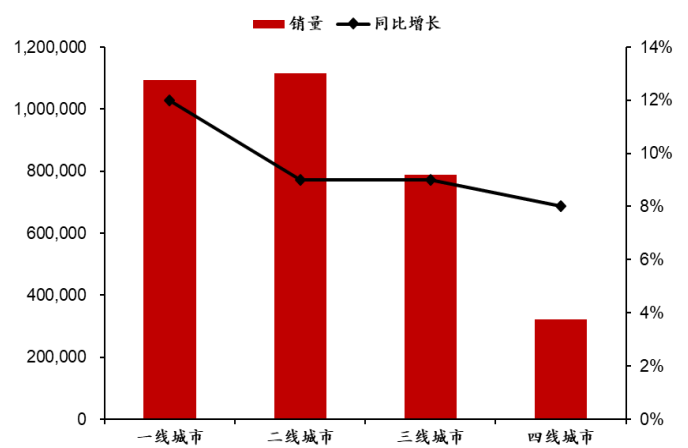
資料來源：Global Insight 01/2019，招銀國際證券

圖 5: 2020 年中國主要豪華車品牌銷量



資料來源：中國汽車流通協會，招銀國際證券

圖 6: 2020 年豪華車品牌銷量：按城市級別劃分



資料來源：中國汽車流通協會，招銀國際證券

新能源汽車市場具有巨大的增長潛力

我們認為，在能源結構轉型的背景下，中國新能源汽車市場具有巨大的增長潛力。新能源汽車同時將有助於實現中國汽車工業的跨越式發展。中國的新能源汽車市場的培育最初是通過大量補貼來促進的，同時在政策變化時市場遭遇了一些波折。進入2021年，我們認為中國新能源汽車市場已經發展成熟，主要基於以下觀察：1) 中國已經形成了全球最大的新能源汽車消費市場；2) 新能源汽車成本持續下降，預計到2023年將達到與燃油車同價；(3) 政府政策已經建立了堅實的基礎，從補貼驅動轉向了非貨幣型長期發展機制；4) 新能源汽車向高端車型將帶來行業變革與機遇。我們以工信部提出務實的“2025年20%新能源汽車滲透率目標”作為測算基礎，預計中國新能源汽車的銷量將在2021年-2025年間達到34.2%的CAGR複合年增長率。我們認為中國新能源汽車的未來發展空間很大，增長前景廣闊。

新能源汽車行業發展：跨越式戰略

我們認為三個主要考量共同促進了在中國新能源汽車行業的發展。1) 中國原油進口依賴度超過70%，使得新能源汽車的發展成為減少石油進口依賴和確保能源安全的必然選擇。2) 由於化石燃料汽車的污染已成為中國社會的關注焦點，因此新能源汽車成為緩解空氣污染壓力的良方。3) 與傳統燃油車相比，新能源汽車製造業採用的技術路線與要求有根本性改變，為中國汽車行業實現換道超車與跨越式發展提供了百年之機遇。

政府政策為行業長遠發展奠定了堅實的基礎

從中國新能源汽車發展的開始，中國政府就提供了巨大的支持。回顧新能源汽車發展歷史，2001年9月，中國科技部在“十五”期間的國家“863”計畫中，特別設立了電動汽車重大專項。但是我們看到，中國新能源汽車真正進入發展期是2012年。2012年國務院發佈的《節能與新能源汽車產業發展規劃（2012—2020年）》正式實施以來，我國新能源汽車產業發展邁上新臺階。2020年11月，國務院發佈了《新能源汽車產業發展規劃》（2021-2035），為中國新能源汽車行業未來15年的發展奠定了基礎。

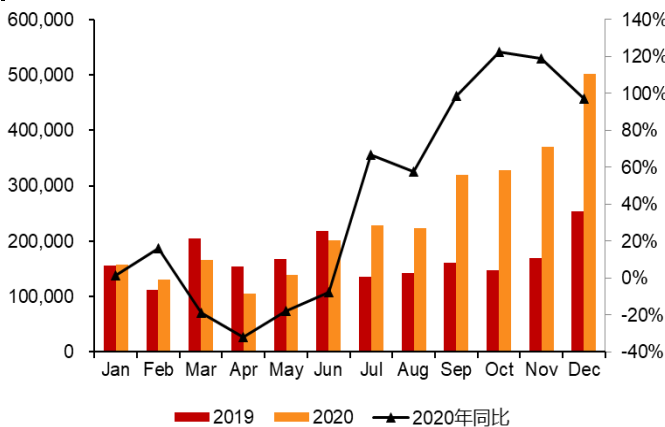
財政補貼助力中國成為全球最大新能源汽車消費市場

強有力的財政補貼是中國成為全球最大新能源汽車消費市場的主要推手之一。自2015年以來，中國在新能源汽車的生產和銷售方面均連續六年全球排名第一。到2020年，儘管受到新冠疫情的影響，中國2020年新能源汽車銷量仍然實現137萬輛，佔全球新能源汽車銷量的40%以上。過往成就很大程度上受益於政策的支持。由於政府對新能源汽車製造商的補貼降低了終端零售價格，從而有助於擴大終端使用者需求。

在中國新能源汽車發展的初期，政府採取各種產業政策來刺激新能源汽車的購買需求。主要的政策工具包括財政補貼，購置稅減免和購買限制豁免（主要在一級城市）等。從2019年開始，政府逐漸取消了對製造商的直接補貼支持，並將財政支持轉移給了用戶。政府希望，新能源汽車產業能夠在沒有政府任何支援的情況下，形成與燃油車相當的自身競爭力，實現行業長期健康發展。

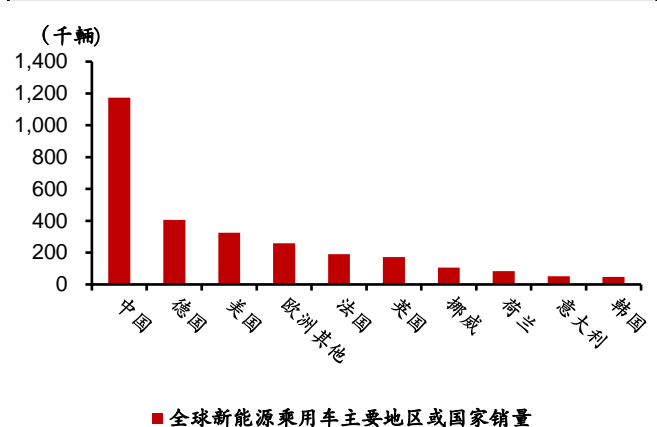
在過去十年中，我們估算中央和地方政府以各種方式向新能源汽車行業提供了 2,000-3,000 億元人民幣的補貼。2016 年，財政部曝光了一些新能源汽車公司的騙補行為後，使中央政府從 2017 年開始逐漸減少財政補貼。補貼政策的調整導致新能源汽車銷售在過去兩年中經歷一些坎坷。即便如此，由於新能源汽車競爭力的增強以及消費者的認可度的提升，我們看到 2020 年新能源汽車銷量仍然實現強勁反彈。

圖 7: 2019/2020 年全球新能源乘用車銷量



資料來源：高工鋰電，招銀國際證券

圖 8: 2020 年新能源乘用車銷量：按國家



資料來源：高工鋰電，招銀國際證券

非貨幣政策工具將成為未來增長動力

隨著中國新能源汽車市場逐步成熟以及造血能力的形成，我們預計中國政府將逐步減少政策支持。2018 年 7 月，中國正式放寬了對外資在華設立新能源汽車公司的准入限制。特斯拉 (TSLA US, 未評級) 作為全球新能源汽車的先行者，憑藉其先發優勢，在中國設立了上海超級工廠，並在 2020 年取得了令人矚目的銷量表現。我們認為，引入競爭和削減補貼支援將迫使中國新能源汽車公司加速創新。

短期內，工信部在 2020 年 4 月 23 日正式將新能源汽車的財政補貼延長三年，至 2022 年年底。從長遠來看，工信部在 2020 年 11 月 2 日正式發佈了《新能源汽車產業發展計畫 (2021-2035)》。根據“計畫”，中國將設定一個務實的滲透率目標，即 2025 年新能源汽車的銷量佔汽車總銷量的 20%。同時，工信部於 2020 年 6 月修訂了新版《乘用車企業平均燃料消耗量與新能源汽車積分並行管理辦法》（俗稱雙積分政策），將自 2021 年起執行，以促進未來燃油車油耗的改善並促進新能源汽車銷量的提升。我們認為雙積分政策對行業的重塑將逐步顯現，成為新能源汽車發展的長期政策支持。

隨著補貼支援的逐步退出，我們預計中國新能源汽車市場將經歷一個市場整合階段。2020 年開始，部分汽車製造商破產重組。我們預計隨著行業變革加速，傳統汽車製造商和一些新能源汽車廠商也將面臨越來越多的挑戰。但是，隨著市場蛋糕的擴大和良性競爭格局的出現，我們認為領先的行業參與者將受益於整體市場變化。

圖 9: 新能源乘用車國補退坡時間表 (人民幣/輛)

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%

資料來源: 工信部, 招銀國際證券

新能源汽車逐步切入汽車消費主流市場

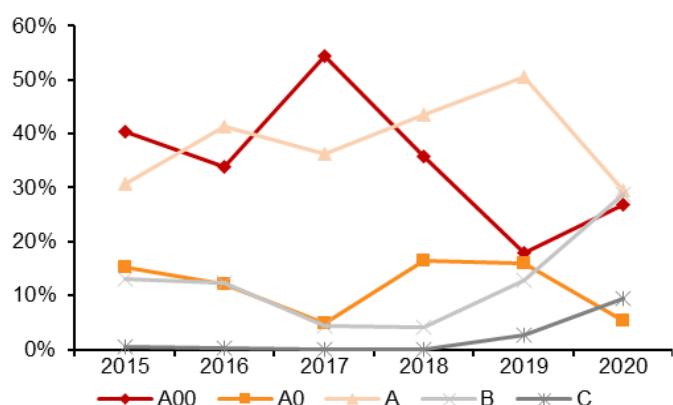
我們認為 2020 年是中國新能源汽車發展的里程碑之年。我們觀察到新能源汽車消費展現出明顯的消費升級趨勢, 背後反映出消費者對新能源汽車認可度和接受度的不斷提高, 以及高端新能源汽車需求有所釋放。

自 2017 年以來, A00 級新能源汽車佔比開始下降。A00 級新能源汽車的銷售佔比從 2017 年的 54% 下降到 2019 年的 18%。與此同時, A 級新能源汽車佔比逐漸增加從 2017 年的 36% 增加到 2019 年的 51%。B/C 級新能源汽車佔比也從 2018 年的 4%/0% 上升到 2019 年的 13%/3%。2020 年, B/C 級新能源汽車佔比分別進一步攀升至 29%/10%, 反映出新能源汽車認可度大幅度提升。

2020 年, 特斯拉中國憑藉其 A 級轎車 Model 3 實現了驚人的銷售業績。同時, 我們還觀察到許多傳統汽車製造商也加快其電動化步伐。例如, 自 2020 年以來, BBA (戴姆勒 EQ 系列, 寶馬 i 系列和奧迪 e-tron 系列) 已加快了其電動化戰略。我們預計希望各傳統車企將陸續推出不同級別新能源產品, 從而形成一條完整的新能源車型產品線。我們預計 B/C 級新能源產品將開始與傳統燃油車型進行正面較量, 加劇新能源車企與傳統車企之間的競爭。

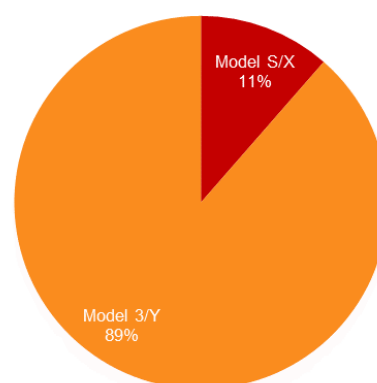
隨著新能源汽車消費逐漸成為汽車消費市場主流, 我們預計隨著高端車型銷售佔比的提升, 新能源汽車市場銷量以及均價將實現雙雙抬升。

圖 10: 國新能源乘用車銷售佔比: 按級別



資料來源: 乘聯會, 招銀國際證券

圖 11: 2020 年特斯拉全球銷量: 按車型



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

我們預計中國新能源汽車 2025 年銷量達到 621 萬輛，2021 - 2025 年間將實現 34% 複合年增長率

長期增長潛力巨大

雖然新能源汽車的製造成本在未來三年內將逐步降低，但我們認為新能源汽車零售價在無任何補貼的情況下，仍將高於同款傳統燃油車。在充分認識到這一事實之後，政府已將補貼計畫在原先 2020 年完全退出的情況下延長三年。除了財政補貼，我們認為其他政策趨勢，例如（1）雙積分政策；（2）科研技術支援（產學研結合、科研立項）；（3）充電端補貼；將會對新能源汽車行業發展提供額外的支援。

生產成本端，我們期望新能源汽車將在 2023 年至 2025 年間與傳統燃油車實現成本平價。中汽研在其《2050 年中國傳統和新能源汽車發展趨勢研究》報告中提到，從綜合成本（製造成本、便利性成本、安全性成本）來看，新能源汽車要達到與燃油車成本平價需要 5 到 10 年。我們認為隨著製造成本差距的迅速縮小以及零售價格的下降，未來 3-5 年內新能源汽車的銷量將會激增。當成本平價接近實現時，新能源汽車的市場份額（相比傳統燃油車）將加速擴大。

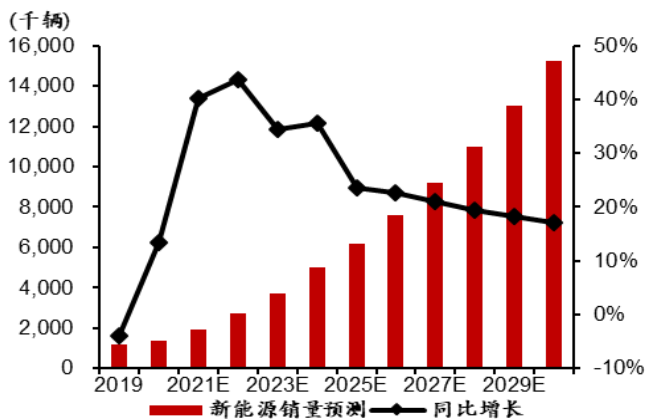
綜上所述，我們預計從 2023 年開始，新能源汽車的銷量將加速增長，同時也將伴隨著車型銷售結構的改善。我們以工信部設定的“2025 年的新能源汽車滲透率達到 20%”為測算依據，預計 2025 年中國新能源汽車的銷量將達到 621 萬輛，其中 2021 年至 2025 年間將實現 34% 的複合年增長率。我們認為，新能源汽車整車廠及相關新能源汽車零部件公司都將從未來的高速增長中受益。

圖 12: 國際能源署對全球新能源汽車滲透率預測



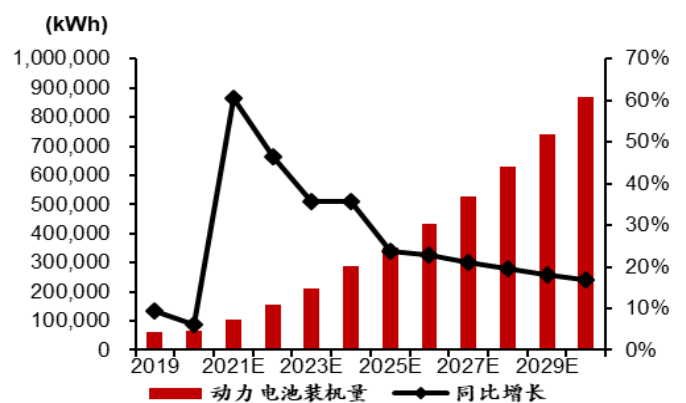
資料來源：國際能源署，招銀國際證券

圖 13: 中國新能源汽車銷量預測



資料來源：中汽協，招銀國際證券預測

圖 14: 中國動力電池裝機量銷量預測



資料來源：高工鋰電，招銀國際證券預測

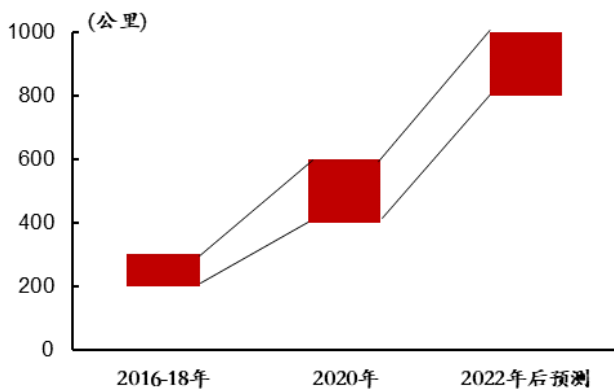
蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車是中國汽車電動化的領導者

2020年表現優異

我們認為2020年對於造車新勢力來說是偉大的一年。隨著動力電池前沿技術顯著提高續航里程，中國消費者對新能源汽車的接受度大大提高。如今，主流新能源車型續航里程達到400公里至600公里，而2018-19年約為200公里至300公里。我們認為四大新勢力正在引領中國的汽車電動化浪潮，分別是蔚來汽車（NIO US），小鵬汽車（XPEV US），理想汽車（LI US）和威馬汽車（WM，未上市）。這些參與者不僅在激烈的市場競爭中脫穎而出，而且在2020年實現了令人矚目的銷量表現。我們在報告以下部分中的討論主要集中於蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車（合稱為三大造車新勢力）。

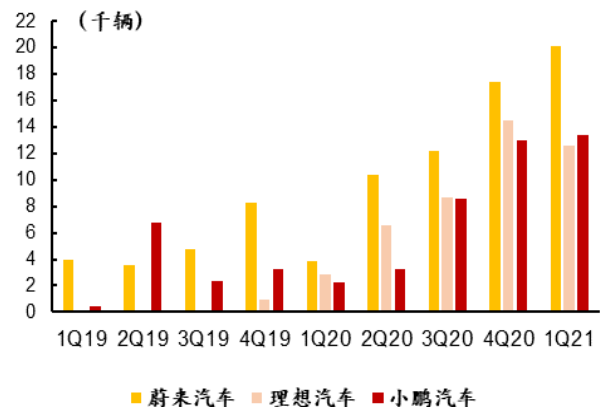
就2020年交付對比來看，蔚來汽車位居第一，共交付了43,728輛。理想汽車、小鵬汽車、威馬汽車緊隨其後，分別交付了32,624輛/27,041輛/22,495輛。新勢力車型共性為1) 高性能動力總成；2) 智能座艙；3) 高級輔助駕駛功能；4) 通過FOTA實現持續升級等，與傳統燃油車相比提供了非凡的用戶體驗。我們相信這些因素有助於塑造新勢力的競爭優勢，提高消費者認可度並逐步形成品牌知名度。此外，我們認為新勢力通過出色的客戶服務和顛覆性的技術創新為自己創立了細分市場藍海。

圖 15: 動力電池技術升級，主流新能源汽車續航里程不斷提高



資料來源：招銀國際證券預測

圖 16: 新勢力季度交付量在 2019/20 年度持續增長



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

競爭格局：新進入者的大門正在關閉

2020年也是造車新勢力的分水嶺。一方面，我們見證了一線玩家的成功，另一方面，我們也看到了一些曾經具有影響力的名字遭受的挫折，例如拜騰，賽麟，眾泰和長江等。儘管中國的新能源汽車市場仍處於發展初期階段，但我們認為新進入者的大門正在關閉。我們認為，有幾項試金石可以測試公司能否生存，包括

1. 推出市場認可的車型；
2. 持續融資以支持研發和生產；
3. 實現批量生產和交付；
4. 不斷推出新車型。

我們相信蔚來汽車、小鵬汽車、理想汽車、和威馬汽車均已通過這些測試，並正在朝著可持續發展方向發展。未來，隨著傳統車企加快電動化發展步伐，以及百度（BIDU US / 9888 HK），小米（1810 HK）甚至蘋果（AAPL US）等資本雄厚的科技巨頭加入造車遊戲，我們預計競爭將會加劇。我們認為汽車製造資質和融資能力是新進入者的兩個主要障礙。

在現階段，隨著中國新能源汽車市場的加速增長，我們認為新能源汽車正在從傳統廠商手中奪取市場份額，而新勢力內部的競爭並不那麼激烈。

與傳統汽車製造商相比，新勢力負擔更輕

我們認為新勢力與傳統汽車製造商相比具有自然優勢，即關鍵優勢之一是新勢力沒有歷史負擔。在2020年銷量成功爬坡之後，蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車在交付量和資本市場融資方面均取得了豐收。他們將在未來幾年內對特定的某些重點新技術（例如尖端動力電池解決方案，智慧駕駛艙和自動駕駛）進行大量投資，以進一步使自己脫穎而出。

而傳統汽車製造商則需要兼顧燃油車產業鏈相關的業務。在維持現有燃油車業務的同時，傳統車企需要同時建立新能源汽車生態，搭建從設計研發、生產和品質控制、銷售管道、售後服務等各個環節。因此，與新勢力相比，傳統廠商需要投入更多的資本和資源。

是什麼讓 NIO, XPEV 和 LI 脫穎而出？

我們相信，蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車在中國大約 200 家新能源汽車製造商中脫穎而出的三個共同優勢是：1) 適時推出成功的車型，2) 強大的融資能力以及 3) 通過特定的研發重點實現差異化定位。

到目前為止，蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車各自在市場上至少有一種暢銷的車型。不斷增長的交付量數字增強了市場信心，從而反過來幫助這些領先企業通過股權融資成功籌集資金，建立具有充裕現金儲備的資產負債表（截止2020年底，各新勢力擁有200 - 300億元人民幣在手現金）並支援他們進行新車型以及特定技術（智慧駕駛艙和自動駕駛）的研發。

差異化的發展道路

在分享一些共同優勢的同時，我們認為三家新勢力創造了截然不同的產品組合和發展策略。

我們從以下六個方面對這三個公司進行了比較：

- 1) 創始人及其管理風格；
- 2) 市場定位和消費者畫像；
- 3) 品牌和銷售管道；
- 4) 車型規劃；
- 5) 智能化；和
- 6) 生產基地。

創始人及其管理風格

蔚來汽車、小鵬汽車、理想汽車的創始人在互聯網行業擁有深厚的背景，都是具有連續成功經驗的企業家。因此相關背景幫助三家新勢力吸引了風投機構和互聯網巨頭關注，並在早期融資中為其提供資金支持。

三位創始人為三家新勢力帶來了互聯網思維，使得他們優先考慮構建“以用戶體驗為中心”的產品和服務，而不在意短期獲利能力。他們還擅長於建立口碑裂變並建立自己的使用者生態系統。如果我們回顧他們的發展歷史，三家新勢力都經歷了“反復試驗並不斷修改產品定位和業務策略”之過程，即是互聯網思維的完美體現。

我們相信三位創始人在自己公司內部具備影響力的同時，也成為社交媒體中的 KOL。他們在社交媒體上的活躍曝光吸引了眾多的追隨者，為他們的品牌帶來了更多的流量，但沒有任何行銷費用。

通過同股不同權的架構安排，三家新勢力均確保了創始人對公司的絕對化控制權。他們分別擁有 11.5%-19.8% 的股權，但擁有 41.30%-71.2% 的投票權。三家新勢力還制定了股權激勵計畫，以留住人才並使管理利益與公司保持一致。

圖 17: 造車新勢力創始人背景

造車新勢力	蔚來汽車	小鵬汽車	理想汽車
創始人	李斌	何小鵬	李想
以前公司和職位	易車網創始人兼首席執行官	UC 瀏覽器聯合創始人	汽車之家創始人兼首席執行官
受益所有權	11.50%	25%	19.80%
投票權	41.30%	57.40%	71.20%
科技巨頭支持	騰訊	阿裡巴巴，小米	美團，位元組跳動

資料來源：招銀國際證券

市場定位和消費者畫像

新勢力的市場定位大相逕庭，各自專注於強調自身的差異化產品組合。與傳統汽車企業の木桶效應相比，造車新勢力充分發揮了長板效應，不斷強化客戶對特定功能的需求，並確定目標客戶群。

蔚來汽車以高端定位和優質服務作為核心賣點。我們認為蔚來將其基本服務範圍擴展到了傳統汽車製造商的服務範圍之外，例如終身免費質保、免費換電服務、終身免費車聯網、終身免費道路救援、終身免費異地加電。蔚來還提供“服務無憂”服務套餐，覆蓋消費者常規用車過程中產生的各種困擾。優質的服務為蔚來汽車贏得了品牌聲譽，但同時也消耗了許多內部資源並增加了公司的整體支出。蔚來汽車的價格範圍為人民幣 30 萬至 50 萬元人民幣。

小鵬汽車更加專注於大眾市場，並將產品定位為智慧座艙和自動駕駛領域的領導者。小鵬汽車的價格範圍在 15 萬至 40 萬元人民幣之間。較低的價格區間和較低的運營成本也使小鵬汽車滿足了部分網約車司機的購車需求。

理想汽車恰好針對多子女家庭用戶。理想將其主要賣點建立在增程式動力總成和寬敞的車輛空間上。差異化動力系統有助於減輕由於充電基礎設施不足所引起的里程焦慮問題。理想汽車突出了具有高性價比的特點，價格範圍在 30 萬至 40 萬元人民幣之間。

圖 18: 造車新勢力關鍵字

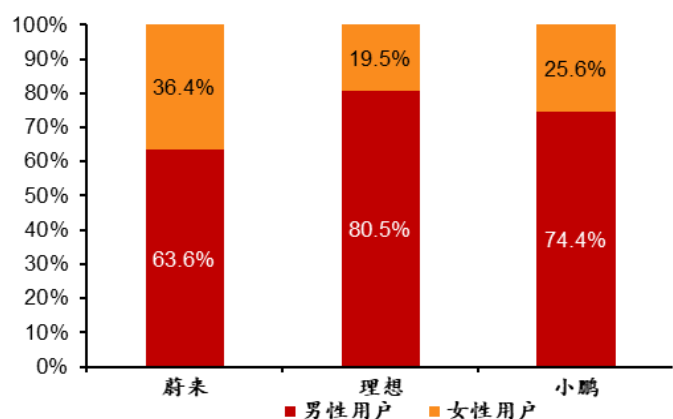
造車新勢力	關鍵字
蔚來汽車	豪華品牌，服務生態，使用者社區，BaaS, ADaS, NOMI
小鵬汽車	經濟型，大眾市場，自動駕駛，NGP
理想汽車	增程式，大空間，家庭用戶，高性價比，高利潤率

資料來源：招銀國際證券

三家新勢力不斷增加的交付量已經為各家積累了可觀的客戶基礎。由於他們將移動 APP 用作提供服務的關鍵。儘管樣本選擇和調查時間可能會造成一些偏差，我們選擇將 2020 年 8 月極光公司公佈的造車新勢力移動 APP 的 MAU 資料作為使用者資料分析的分析依據，以管窺豹。

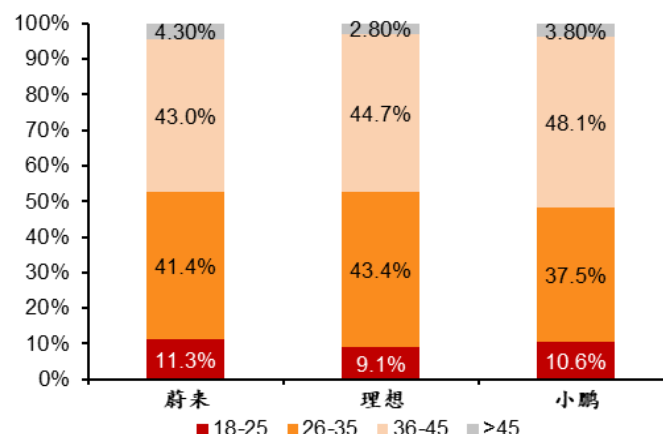
從性別分佈來看，蔚來汽車 APP 的男性用戶比例為 63.6%，男女比例與理想/小鵬相比更為均衡。對於理想汽車，其資料顯示男性是其大部分用戶群。在年齡分佈方面，新勢力 APP 用戶主要集中在 26-45 歲之間。

圖 19: 新勢力 APP 用戶畫像 - 男性 vs 女性



資料來源: 極光公司, 招銀國際證券

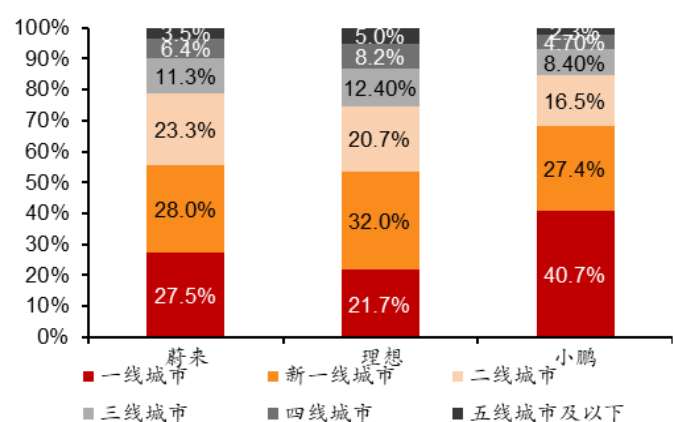
圖 20: 新勢力 APP 用戶畫像 - 年齡分佈



資料來源: 極光公司, 招銀國際證券

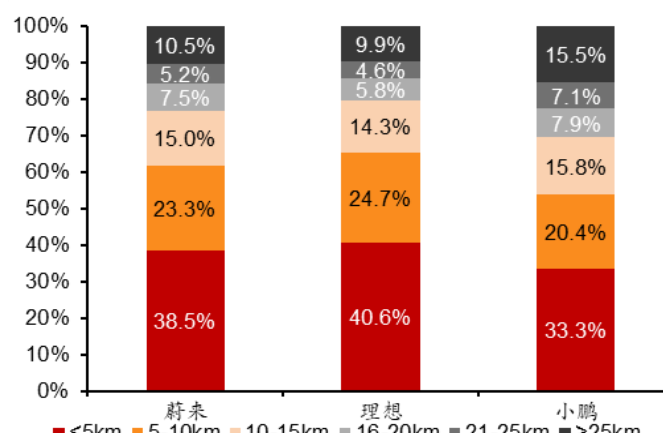
新勢力 APP 用戶的地理分佈方面, 小鵬汽車在一線城市 (41%) 和新一線城市擁有更多用戶。蔚来汽車和理想汽車兩家新勢力都在中國的二線城市積累了一定的用戶群。展望未來, 我們認為三大新勢力將繼續擴大其在低線城市的市場份額, 以實現更多的汽車銷售。就通勤距離而言, 小鵬汽車在較長的距離分佈中具有較高的比例。我們認為這也反映出部分小鵬汽車使用者為網約車經營者。

圖 21: 新勢力 APP 用戶畫像 - 按城市級別



資料來源: 極光公司, 招銀國際證券

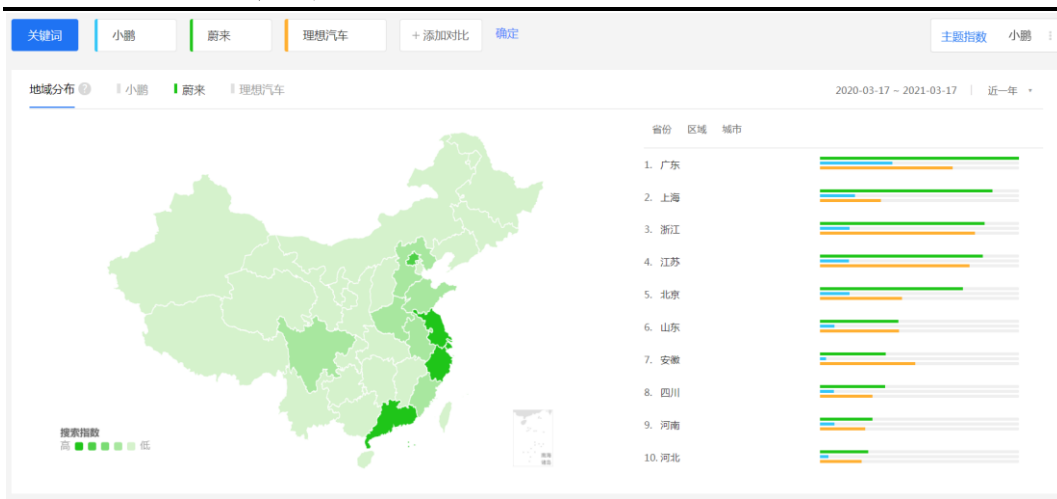
圖 22: 新勢力 APP 用戶畫像 - 按通勤距離



資料來源: 極光公司, 招銀國際證券

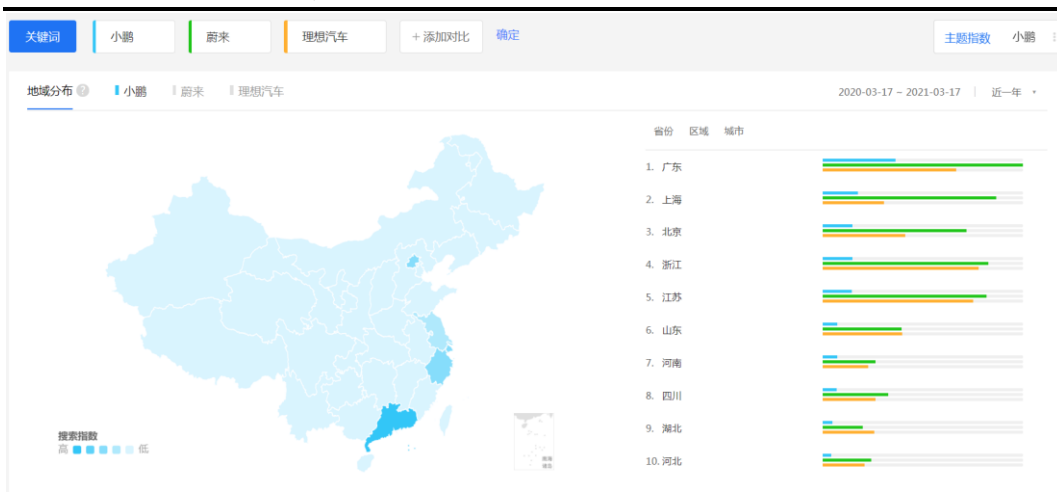
在客戶興趣方面, 根據百度指數資料, 蔚来和小鵬在廣東省和上海市更受歡迎, 而理想在浙江省和江蘇省受到更多關注。總體而言, 我們認為三家新勢力的主要消費者群體位於一線城市和東部沿海城市, 同時具備一定消費能力以及面臨限牌政策的購車限制。

圖 23: 百度指數: 蔚來汽車



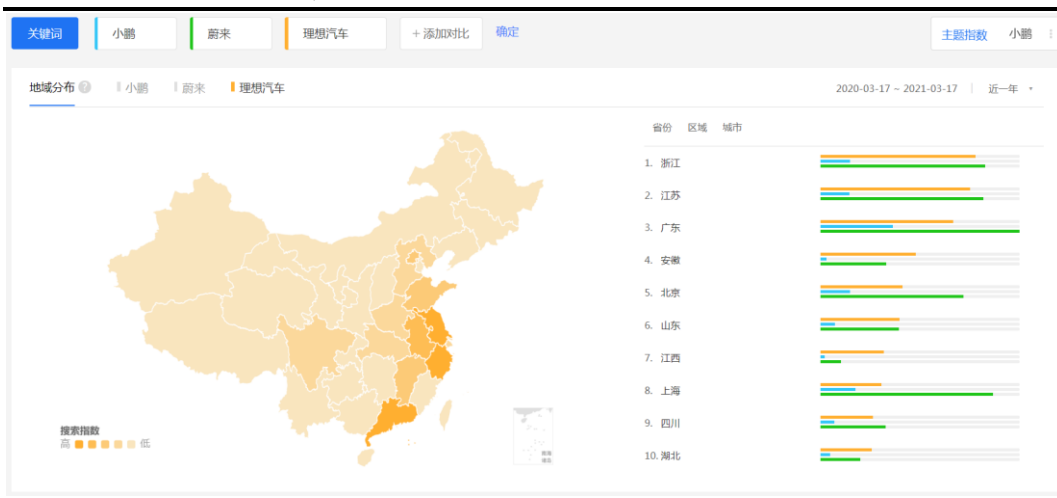
資料來源: 百度, 招銀國際證券

圖 24: 百度指數: 小鵬汽車



資料來源: 百度, 招銀國際證券

圖 25: 百度指數: 理想汽車



資料來源: 百度, 招銀國際證券

管道佈局

區別於傳統車企的經銷商模式，三家新勢力均採用直營或直營+加盟的模式。新勢力門店聚焦於展示銷售及交付的模式，區別於傳統4S的銷售、服務、零部件、調查回饋模式。從門店選址來看，新勢力展廳專注於核心商圈、機場等人流量大的區域，區別於傳統4S店近郊定位。

展示廳數量的增長意味著消費者認知的提升。因此，我們認為，未來2年內新勢力交付量仍一定程度上取決於門店擴張數量，並且未來新勢力門店將逐步向三四線城市滲透。

蔚來汽車現有23個蔚來中心和203個蔚來空間，覆蓋中國121個城市。在2021年，蔚來將在現有基礎上再增設20個蔚來中心和120個蔚來空間，達成全國門店366家的目標。

小鵬汽車採取直營+加盟的模式，可以利用協力廠商資源完成快速擴張。截至2020年底，小鵬汽車全國銷售網站達160家，服務網點達54家，覆蓋69個城市。160家銷售店中，自營佔其中72家。小鵬計畫在2021年進一步提升自營銷售網站的佔比，並在今年將總銷售網站數提高到300家，覆蓋超過110個城市。

截至2021年1月31日，理想汽車在47個城市擁有60家零售中心。同時具有售後維修中心及授權钣噴中心121家，覆蓋89個城市。理想汽車計畫在2021年把門店擴張到200家，覆蓋100個城市。

圖 26: NIO House – 杭州



資料來源：SHL, 招銀國際證券

圖 27: NIO Space



資料來源：公司資料, 招銀國際證券

圖 28: 小鵬汽車銷售門店



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 29: 理想汽車銷售門店



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

車型規劃

三家新勢力創始人都曾經描述過自身企業對標的車企集團，但我們認為對標沒有任何實質意義，未來的發展空間主要是取決於看車型管線、價格帶對比及技術方向等細節。

圖 30: 蔚來汽車、小鵬汽車、理想汽車量產車型對比

車型	車型級別	售價(萬元人民幣)	軸距	續航里程
蔚來汽車				
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
理想汽車				
理想 ONE	中大型 SUV	32.8	2935mm	180km/增程式
小鵬汽車				
P7	中型轎車	22.99-40.99	2998mm	562-706km
G3	緊湊型 SUV	14.68-19.98	2625mm	460-520km

資料來源：公司資料，招銀國際證券

蔚來汽車

蔚來汽車目前具備三款量產車型。蔚來 ES8 是一款中大型 SUV，於 2018 年 7 月投入量產，目前的價格範圍為 46.8 萬元人民幣至 62.4 萬元人民幣。中型 SUV 蔚來 ES6 於 2019 年 6 月量產並交付，目前價格在 35.8 萬至 52.6 萬人民幣之間。中型 SUV 蔚來 EC6 於 2020 年 10 月量產並交付，目前價格在 36.8 萬至 52.6 萬人民幣之間。

在未來車型規劃方面，有兩款車型能見度較高。第四款車型為蔚來 ET7，將基於蔚來汽車的第二代 NT2.0 平臺打造，預計將於 2022 年 1 季度量產交付，價格範圍為 44.8 萬至 52.6 萬元人民幣。ET7 的標準版本將配備 70kWh 或 100kWh 電池包，續航里程分別為 500 公里或 700 公里。而長續航版將使用新發佈的 150kWh 電池包，NEDC 續航里程可以達到 1000 公里。該電池包將採用先進的半固態電池技術，可實現 360Wh / kg 的超高能量密度，並且可針對所有車型進行升級。150kWh 電池包版本 ET7 將於 2022 年 4 季度實現交付。

第五款車型將是同樣基於 NT2.0 平臺的中型轎車，價格範圍在 30 萬至 35 萬元人民幣之間。管理層表示，蔚來汽車將在未來幾年中每年繼續推出一款新車型。

我們認為，蔚來汽車的車型規劃主要涵蓋了豪華車領域，與特斯拉的價格範圍重合度不深。在競爭對手逐步降低價格的背景下，新能源汽車豪華品牌將面臨來自中高端新能源車型的競爭。我們相信，隨著越來越成熟的用戶社區，蔚來汽車已經成功建立了其豪華車品牌形象。因此，我們不排除蔚來汽車通過引入類似於雷克薩斯 (Lexus) 與豐田 (Toyota) 等獨立品牌的方式進入中高端市場的可能性。

圖 31: 蔚來 ES8



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 32: 蔚來 ES6



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 33: 蔚來 EC6



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 34: 蔚來 ET7



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

小鹏汽車

小鹏汽車目前有兩款量產車型。緊湊型 SUV 小鹏 G3 於 2018 年底實現量產交付，目前價格在 14.68 萬元至 19.98 萬元之間。預計 G3 將在 2021 年第三季度發佈中改版。中型轎車 P7 於 2020 年 6 月實現量產交付，目前價格在人民幣 22.3 萬至 41 萬元人民幣之間。我們認為小鹏汽車在 P7 在同級車型和相似的價格範圍內，正在與特斯拉的 Model 3 展開激烈的競爭。

小鹏汽車於 2021 年 4 月 14 日推出了一款名為 P5 的全新緊湊型轎車，預計 2021 年 4 季度完成交付。與 G3 相同，小鹏 P5 以 David 平臺為基礎完成開發，並配備了兩個 Livox 生產的“HAP”雷射雷達。在兩個雷射雷達的支持下，P5 將使得小鹏汽車的 NGP 服務（通過 XPilot 3.5）從高速公路擴展到城市道路。小鹏宣佈 P5 將於 2021 第四季度開始交付，價格和詳細配置將在 2021 年 4 月 21 日至 28 日在上海車展上發佈。我們預計 P5 的頂配價格將在 18 萬元至 20 萬元人民幣之間。

在未來的車型規劃方面，我們預計第四款車型將是與 P7 同平臺的 B 級 SUV，並搭載最新的 XPIlot 4.0 系統。我們預計小鵬也將基於全新平臺推出其第五款車型。我們認為，其第四和第五款車型將擴大當前的價格範圍，同時保持在中高端市場。

我們認為小鵬汽車的車型規劃涵蓋了中高端市場，並且在新勢力中與特斯拉的價格範圍重疊度最高。與蔚來汽車目前的豪華車市場定位相比，我們認為小鵬汽車的產品定位反映了其總體戰略。由於小鵬汽車主要通過自動駕駛和智慧座艙提高競爭優勢，因此需要擴大總交付量和客戶群，以便收集使用者資料和自動駕駛資料以進行技術反覆運算。由於智慧配需要對硬體進行大量投資，我們認為小鵬幾乎不可能進一步降價或進入低端市場。

圖 35: 小鵬 P7



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 36: 小鵬 G3



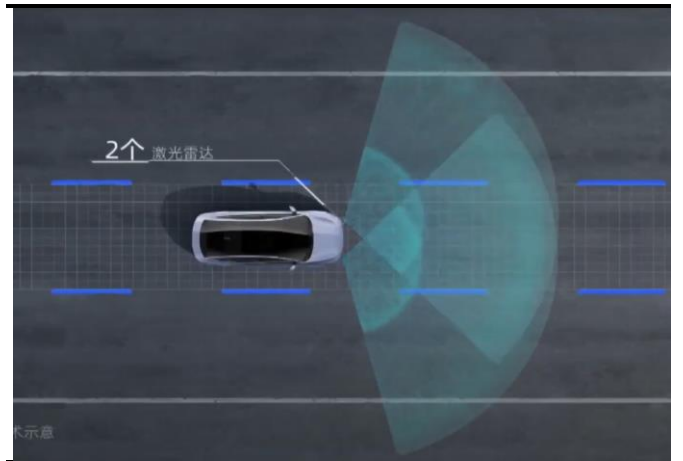
資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 37: 小鵬 P5



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 38: 小鵬 P5 採用了 2 個 Livox HAP 雷射雷達



資料來源：公司資料，招銀國際證券

理想汽車

與其他新勢力同業相比，理想汽車擁有與眾不同的車型規劃。目前，理想汽車僅擁有一款理想 ONE 的 SUV 處於量產交付中。理想 ONE 採用增程式動力總成系統，在當前不完善的充電網路背景下，給使用者提供最具成本效益的解決方案，以減輕消費者里程焦慮問題。理想 ONE 的純電續航 NEDC 達到 180 公里，快速充電/慢速充電僅需要 0.5 個小時/ 6 個小時。理想 ONE 專為有兒童的多人家庭設計，具有較大的尺寸和空間感，從而贏得了家庭用戶的青睞。理想 ONE 於 2019 年 11 月實現量產和交付，並具有統一的標準配置，價格為 32.8 萬元人民幣。自動駕駛方面理想 ONE 配備了 L2 級 ADAS 硬體系統。

在現階段，我們認為增程式解決方案可以減輕用戶的里程焦慮，因此對終端使用者具有相當大的吸引力。對比插電式混合動力系統，我們認為目前混合動力系統的技術（例如比亞迪的 DM-i 平臺和長城的檸檬 DHT）在性能和效率方面由於增程式和傳統燃油技術。對比純電技術，我們認為純電驅動是中長期的趨勢，而混合動力汽車是中期的贏家。

根據理想汽車在 2020 年 4 季度的業績會，公司計畫從 2022 年起每年推出兩款新車。公司希望在 2022 年下半年推出兩款新車型，其中一款全尺寸 SUV（LI 內部代碼“X01”）非常引人注目。我們預計這款全尺寸 SUV 將比理想 ONE 具有更高的產品定位，並且新車型有望配備 L4 級自動駕駛硬體，並通過 FOTA 進行自動駕駛升級。我們預計這款全尺寸 SUV 的價格將顯著高於目前的理想 ONE 車型。

在純電車型規劃方面，理想汽車目前正在開發基於高壓快速充電的純電動平臺，旨在 10-15 分鐘內充電達到 80%，支持 500 公里的續航里程。公司正在同時開發兩個純電平臺，即“鯨魚平臺”和“鯊魚平臺”。鯨魚平臺將主打大空間以針對家庭用戶，而鯊魚平臺將主打高性能以針對更年輕的用戶群。

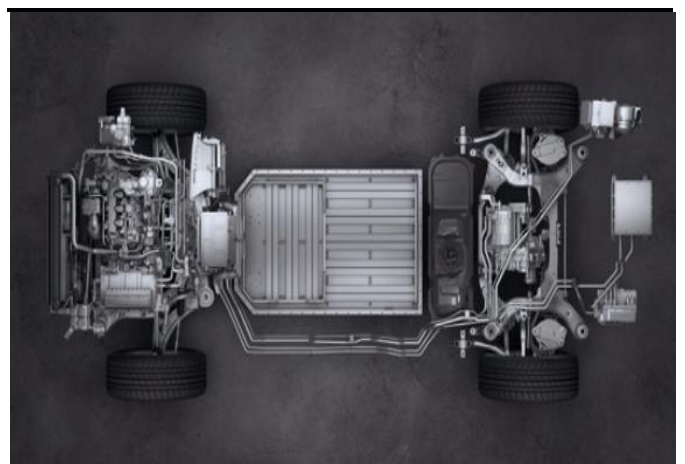
我們預計公司短期內車型價格規劃將定位高端，傾向於一線和二線城市以及家庭用戶的豪華車市場。公司計畫未來將逐步向大眾市場延伸，逐步做大下沉市場。理想的長期規劃為車型價格覆蓋 15-50 萬元人民幣之間。

圖 39: 理想 ONE



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 40: 理想增程式動力總成



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

生產基地

造車新勢力更喜歡通過代工或收購製造工廠等方式，縮短產品量產交付時間，以搶佔市場份額。我們認為，傳統燃油車製造商在向新能源汽車時代轉型的過程中，給予了新勢力一個寶貴的時間視窗。當傳統汽車製造商在轉型期打造其新能源汽車產品線時，我們認為新勢力利用了其先發優勢，快速建立品牌和量產交付管道，迅速抓取市場份額。隨著時間的推移，更多新能源車型將陸續投放市場，我們認為新玩家的進入視窗期正在關閉。

基於三家領先的造車新勢力製造基地佈局，我們認為供應端不會成為決定性因素，而新勢力的交付情況仍取決於需求端的不斷增長。

蔚來汽車目前依靠江淮汽車的代工生產服務。蔚來汽車於2016年4月與江淮汽車簽署了汽車製造代工框架協定，第一階段的規劃年產能為5萬輛。2021年3月5日，江淮汽車宣佈與蔚來汽車建立合資企業，名為“江來先進製造技術（安徽）有限公司”。我們預計江淮汽車將通過江來合資公司的成立，繼續為蔚來汽車提供代工生產服務。根據蔚來汽車管理層在2020年4季度電話會議上的表述，江來汽車的年產能已達到9萬輛，並計畫在2021年底之前將產能擴大至30萬輛。

小鵬汽車目前在河南鄭州和廣東肇慶分別擁有兩家生產工廠。鄭州工廠由小鵬汽車和海馬汽車共同投資，年產能為15萬輛，主要用於生產其SUV車型G3。小鵬汽車全資擁有其肇慶工廠，主要用於生產其P7轎車，年設計生產能力為10萬輛。公司還將在廣州建設第三座生產基地。廣州製造基地的資本支出為30億元人民幣，年規劃產能為10萬輛。根據最近的管理層更新，小鵬廣州工廠有望在2022年第三季度投產。2021年4月8日，小鵬汽車與武漢市簽署了生產基地合作協定，規劃年產能10萬輛。

理想汽車的製造工廠位於江蘇常州。理想通過收購力帆獲得產資質，並在江蘇常州自建工廠，設計年產能為10萬輛。

圖 41: 三家新勢力製造基地總結

	蔚來汽車	小鵬汽車	理想汽車
地點	合肥	廣州	常州
代工廠/合作夥伴	江淮汽車	海馬汽車/自建	收購力帆工廠
工廠規劃產能	江來汽車 -15萬輛（單班） -30萬輛（雙班）	肇慶市 -10萬輛（單班） -18萬輛（雙班） 廣州 -10萬輛（在建） 武漢市 -10萬輛（合作協定）	常州 -10萬輛（單班）

資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 42: 江淮蔚來工廠



資料來源: 愛卡汽車, 招銀國際證券

圖 43: 蔚來合肥生產基地



資料來源: 車雲網, 招銀國際證券

圖 44: 小鵬肇慶工廠



資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

圖 45: 理想常州工廠



資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

智慧座艙和自動駕駛

智慧座艙，自動駕駛和 OTA 升級是使新勢力在最初區別於與傳統汽車製造商的三個主要特徵。在目前車型中，蔚來汽車和理想汽車均選擇了 Mobileye 的解決方案，以實現 L2-L2.5 級高級輔助輔助系統（ADAS），而小鵬汽車選擇使用英偉達的 AI 平臺進行全棧研發。下表總結了新勢力在自動駕駛的幾個主要亮點。

圖 46: 新勢力自動駕駛系統對比

造車新勢力	車型	供應商	晶片	算力	自動駕駛系統命名	自動駕駛級別
蔚來汽車	ES8, ES6, EC6	Mobileye	EyeQ4	2.5 TOPS	NIO pilot	L2.5
	ET7	英偉達	Orin	1,016 TOPS	NAD	L4
小鵬汽車	G3	英偉達	Xavier	30 TOPS	Xpilot 2.5	L2.5
	P7	英偉達	Xavier	30 TOPS	Xpilot 3.0	L3
理想汽車	理想 ONE	Mobileye	EyeQ4	2.5 TOPS		L2

資料來源：公司資料，招銀國際證券

將 Mobileye 與英偉達的自動駕駛解決方案進行比較，我們認為英偉達的解決方案具有更高的開發靈活性，而 Mobileye 提供了高度集成的解決方案。我們認為，汽車製造商無法從 Mobileye 的基礎架構和演算法邏輯中獲得底層資料，因此他們無法進行深度重新開發，以實現基礎架構級別的當地語系化增強。

我們相信自動駕駛技術仍處於早期開發階段，多條技術路線並行。我們相信，在技術進步時期，資料積累以及演算法優化反覆運算對最終成果至關重要。對於新進入者，雇用有經驗的人員可能會縮短一些開發時間，但是我們認為，基於漸進優化和反覆運算積累技術知識對於自動駕駛技術的長期成功更為重要。在公司成立之初，小鵬汽車決定在以底層架構進行全棧式自動駕駛的演算法研發有助於其積累相應的資料和技術。

與特斯拉相比，我們認為由於研發時間的滯後和反覆運算間隔的原因，造車新勢力在自動駕駛演算法開發和硬體集成方面略顯落後。隨著三家新勢力正在加速研發投資，我們預計差距會逐步縮小。同時我們認為新勢力可以在自動駕駛當地語系化方面做得更好，並提供更優秀的用戶體驗。

小鵬汽車— 在自動駕駛領域中領跑者

小鵬汽車使用英偉達作為主要車型的自動駕駛系統供應商，並採用英飛凌晶片組用於其某些低配車型。小鵬汽車使用主流的 autoSAR 底層作業系統進行軟體發展。在 AI 感知方面，小鵬汽車具有視覺感知演算法，可利用 GPU 的計算能力來檢索關鍵資料，例如位置，速度，道路寬度等。2021 年 1 月，小鵬汽車通過 OTA 啟動了其 NGP 更新，從而在 P7 車型上實現 L3 級別自動駕駛功能。在小鵬汽車 2020 年 4 季度業績會中，管理層表示到 2021 年 2 月底，其 NGP 的使用率已達到 20%，NGP 累計行駛里程已超過 130 萬公里，用於 50% 以上的功能情景（主要是高速公路）。我們認為小鵬汽車目前在自動駕駛領域中處於三家新勢力的領先地位。

小鵬汽車具有主要車型分為三個版本（低配，中配和高配版）。低配版本不支援 XPILOT 和 ADAS 功能。中配版車型內置 XPILOT 2.5 所需硬體和軟體的，並具有智慧停車、智慧駕駛和增強安全系統的功能。高配版配備了 XPILOT 3.0 硬體，但仍需要額外付費以啟動全部軟體功能。XPILOT 3.0 的標準價格為 3.6 萬元人民幣，而小鵬汽車則以 2 萬元人民幣的價格提供“隨車購車”選項。

圖 47: XPILOT 功能總結

功能	入門級	中配版	高配版
		XPILOT 2.5	XPILOT 3.0
自動緊急制動	-	✓	✓
車道偏離預警	-	✓	✓
盲区監測預警	-	✓	✓
後方碰撞預警	-	✓	✓
交通標識識別	-	✓	✓
360度全景影像	-	✓	✓
自適應巡航	-	✓	✓
車道居中輔助	-	✓	✓
自動變道輔助	-	✓	✓
高速自主導航駕駛NGP	-	-	✓
停車記憶泊車	-	-	✓

資料來源：公司資料，招銀國際證券

理想汽車選擇英偉達和德賽西威（002920 CH，未評級）的 L2.5 級別 ADAS 解決方案。理想汽車 ADAS 套裝軟體為理想 ONE 內置的，並且現在不需要額外付費。理想著重意識到自動駕駛在未來電動汽車競爭中的重要性，並已逐步建立自動駕駛研發團隊。理想將在未來幾年中加快其自主研發的資本支出。

蔚來汽車目前所有車型均採用 Mobileye 的解決方案。但考慮到其無法獲取基礎架構級數據以完成演算法反覆運算，蔚來將其作為過渡計畫。蔚來於 2020 年 11 月重新啟動了 L4 自主駕駛內部研發專案，目前正處於研發團隊的建立和資料收集階段。蔚來的自動駕駛系統為 NIO Pilot，其部分核心 ADAS 功能歸類為選裝包，選裝價格為人民幣 1.5 萬元。同時，NIO Pilot 的完整包具有選裝包和 Pilot on Pilot (NOP) 系統（L3 級別）的附加功能。附加功能可以滿足進出斜坡、超車、合併車道、巡航等功能，以及某些情況下自動到達路徑。

通過語音控制重塑使用者交互

造車新勢力在產品設計中強調車輛的智慧化。他們開發了先進的語音控制系統，可以通過持續的對話來拾取使用者命令，從而重塑用戶互動並提供出色的用戶體驗。我們認為，智慧座艙是新勢力區別於傳統車企競爭對手和特斯拉的關鍵要素。我們認為蔚來和理想在智慧座艙開發方面處於領先地位。例如蔚來創建了視覺化的車載 AI 助手“NOMI”，而理想則憑藉具有 APP 兼容性強的多屏解決方案脫穎而出。

圖 48: 蔚來創建了實體車載 AI 助手



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 49: 理想憑藉多屏解決方案脫穎而出



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

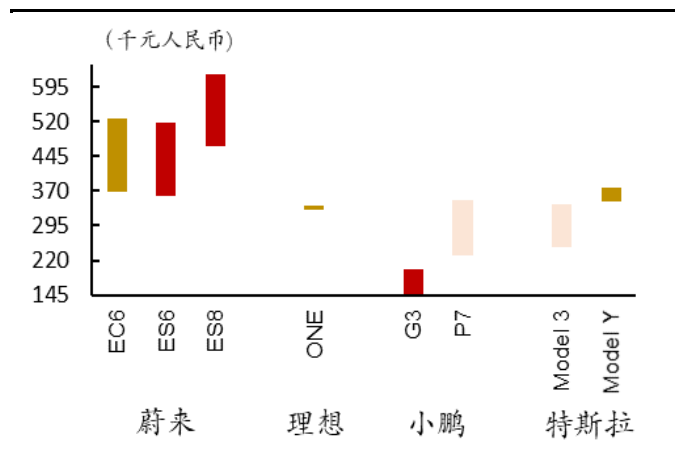
與特斯拉的競爭

作為三家新勢力的主要競爭對手，特斯拉已對其主要車型 Model 3 和 Model Y 進行了多次降價。由於現有使用者客戶可能會感覺受損，因此經常降低售價可能會損害特斯拉的品牌形象。但是，我們認為降價的優勢大於潛在的影響。

從更長遠的角度來看，我們相信特斯拉的長期收益增長將建立在基於OTA升級，IVI收費，Robotaxi收費，儲能服務以及電動重型卡車共用的各種商業模式基礎上。我們認為，降低售價將幫助特斯拉擴大用戶基盤，並實現以上商業模式。隨著中國零件供應商的增加和汽車產量的增加，我們認為特斯拉的 Model Y 將實現進一步的成本降低，並存在降價空間。我們認為特斯拉將市場份額作為重中之重，因此其可能會推出價格更低的新車（Model 2）以搶佔更多的市場份額。

我們認為，特斯拉擴張性的市場戰略將對三家新勢力產生影響。根據不同車型和定價比較，我們認為特斯拉 Model Y 將與蔚來汽車 EC6 和理想汽車的理想 ONE 形成競爭，而連續降價後的 Model 3 將與小鵬 P7 搶奪市場。目前，Model Y 的價格低於蔚來 EC6 和 ES6，並且有進一步降價的潛力。我們認為特斯拉的激進定價將對蔚來汽車的銷售產生一些影響，尤其其關鍵車型的峰值銷售水準。

圖 50: 新勢力與特斯拉價格對比：中國市場



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 51: 特斯拉 Model 3 和 Model Y 在車型與定價和新勢力車型較為接近

車型	軸距 (mm)	续航里程 (公里)	售價 (千元人民幣)
轎車			
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

資料來源：公司資料，招銀國際證券

但是，從整個汽車行業的角度來看，滿足所有不同消費者的需求絕非易事。傳統觀點認為，不斷增加的新車型將一定會增強車企所覆蓋的市場廣度，但產品力決定汽車製造商的成敗。而我們認為，造車新勢力正在以不同方式的建立競爭優勢。蔚來通過例如免費換電服務、線下活動、二手車以舊換新服務以及新車型加速推出等等方式，積極建立其競爭優勢。根據目前的時間表，我們認為中國新能源汽車的發展仍處於早期階段，並且增長逐步加速。我們認為差異化產品策略和聚焦目標客群將支撐新勢力的交付量增長。

我們認為新勢力將在以下兩個方向發力，參與市場競爭：

- 1) 通過價格戰參與捍衛市場份額，或
- 2) 增強品牌形象和塑造生態系統。

在前一個方向上，產品價格可能會通過以下兩種方式直接或間接下降：1) 將價格和成本轉移至可選增值服務，例如動力電池租賃；2) 推出採用低成本三電零部件（例如磷酸鐵鋰電池或單電機）。小鵬汽車已推出磷酸鐵鋰版 P7，而我們認為蔚來也正在為其磷酸鐵鋰版車型推出做準備。我們認為，在增加汽車銷售總收入和總毛利的同時，新勢力需要在汽車銷量和銷售溢價之間進行權衡。

MCU 供應短缺可能是短期風險

自 2020 年 4 季度以來，汽車半導體供應緊張。由於 MCU 供應短缺，2021 年汽車產量將受到限制。我們認為新能源汽車新勢力或多或少地受到晶片供應短缺的困擾。蔚來汽車已宣佈在 2021 年 3 月下旬暫停汽車生產五個工作日。

我們認為，造成 MCU 供應短缺的原因有很多，其中包括

- 1) 基於精益生產和及時製造，汽車行業的 MCU 庫存水準非常低；
- 2) 由於意外強勁的汽車需求，MCU 需求大大高於預期；
- 3) 半導體產能的增加需要很長的交貨時間，而製造又由於德克薩斯州的暴風雪天氣和日本的火災事故導致的幾次停運而進一步中斷。和
- 4) Tier 1 加庫存水準進一步加劇了供應短缺。

就 MCU 製造技術和產能釋放速度而言，我們預計供應短缺問題不會持續很長時間。但是，在短期內，尤其是在 2021 年 2 季度至 3 季度，我們認為 MCU 供應短缺可能成為新勢力製造端和交付端的瓶頸。

銷售和盈虧平衡預測

根據各家新勢力的市場定位、目標價格範圍和新車型發佈計畫，我們對三家新勢力 2021-2025 年進行銷量預測，以估算這三家公司的財務前景。

銷量，市場份額和平均售價趨勢預測

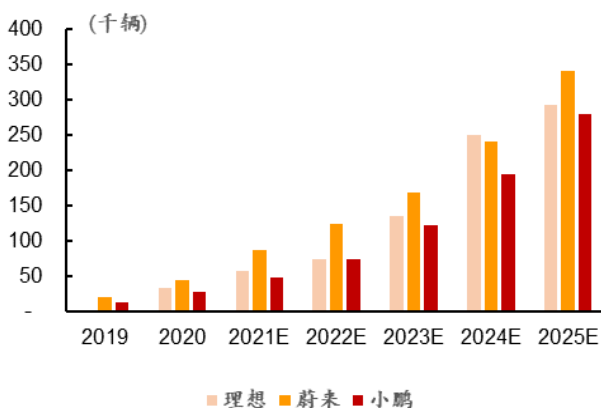
我們預測三家新勢力總銷量將從 2020 年的 10.34 萬輛增加到 2021 年的 19.27 萬輛。其中我們預計蔚來汽車仍然保持新勢力交付首位，2021 年交付量將達到 8.72 萬輛。我們預計三家新勢力在中國的新能源汽車行業的市場份額將增長 2.5 個百分點，至 10.1%。從長遠來看，按照我們的增長路徑預測，我們預計三家新勢力的總交付量將在 2025 年增長到 91.2 萬輛，2021-2025 年複合年增長率將達到 47.5%。就市場份額而言，我們預計三家新勢力在中國的新能源汽車行業的市場份額到 2025 年將增至 14.7%。

對三家新勢力的增長細分，我們預計：1) 在領先的自動駕駛技術和較低的售價範圍的推動下，小鵬汽車的交付量將以最快的速度增長，2021-2025 年間的複合年增長率為 54.9%；2) 根據理想汽車從 2022 年起每年推出兩種新車型的計畫進行推算，理想汽車的交付量將在 2021-2025 年間以 50.4% 的複合年增長率進行增長；3) 考慮到其豪華車定位（售價高於小鵬汽車和理想汽車）以及高基數影響，蔚來汽車以相對較慢的速度增長，在 2021-2025 年間複合年增長率為 40.6%。

我們預計 2025 年蔚來汽車/小鵬汽車/理想汽車在中國新能源汽車市場的市場份額分別為 5.5%/4.5%/4.7%。需要指出的是，我們對三家新勢力的交付量和市場份額預測與每個公司的新車型發佈計畫緊密相關。

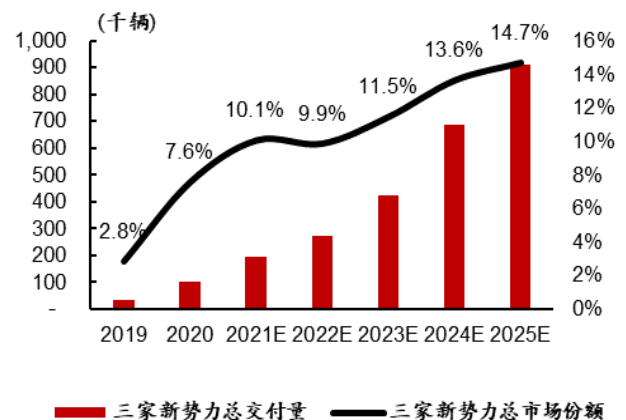
我們預計三家新勢力的平均銷售價格（不含增值稅）趨勢將基本保持穩定，在小幅度內波動。我們認為小鵬汽車隨著高端車型推出，平均銷售價格有望逐漸提高，而蔚來汽車由於從豪華車市場向中高端市場下沉，平均銷售價格將略微下降。

圖 52: 三家新勢力 2021-2025 年交付量預測: 招銀國際團隊



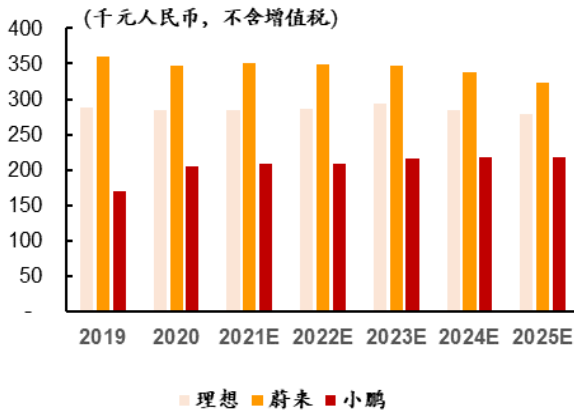
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 53: 三家新勢力總市場份額將從 2020 年的 7.6% 增加到 2025 年的 14.7%



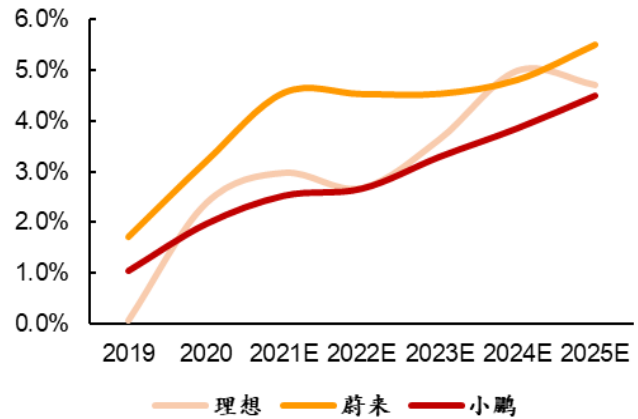
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 54: 三家新勢力平均銷售單價預測



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 55: 三家新勢力佔中國新能源汽車行業市場份額



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

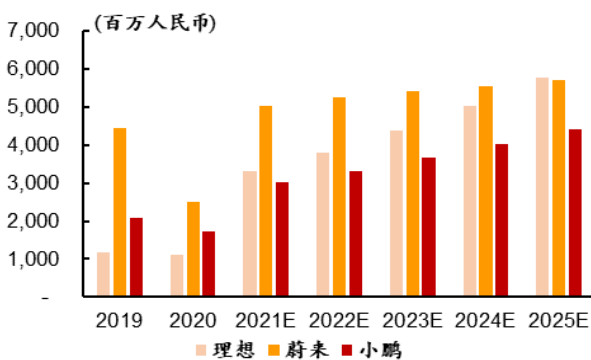
預計 2021-2022 年的研發費用及銷售管理費用持續增加

三家新勢力通過僱用更多的研發人員加大研發力度的同時, 帶動研發費用的增加。同時, 三家新勢力通過積極擴展管道網路以提高整體銷量, 銷售管理費用將繼續保持增長。2021 年小鵬汽車和理想汽車管理層均表示將研發人員數量增加一倍, 而蔚來汽車也計畫在 2021 年將研發費用提高到 50 億元人民幣以上, 同比增長約 100%。

短期內, 由於小鵬汽車在自動駕駛研發速度方面處於領先地位 (小鵬汽車在 2021 年 1 月推出了 L3 級 NGP, 而蔚來汽車和理想汽車將從 2022 年起將推出相同級別的功能), 我們預計小鵬汽車在研發方面將具有更高的研發效率。

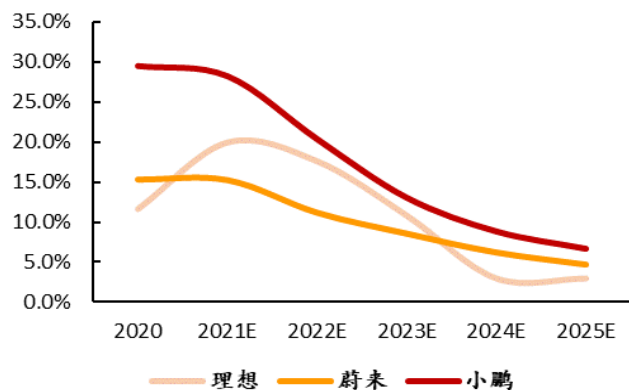
在銷售管理費用方面, 與蔚來汽車和小鵬汽車相比, 理想汽車的支出步伐更加節制。理想在 2020 年已經表現出合理的銷售管理費用控制能力, 我們預計其將在銷售管理費用方面將保持優異表現, 並且優於同業。由於小鵬汽車仍處於交付爬坡週期的早期階段, 因此其銷售管理費用效率將有所落後。由於蔚來採用優質服務和豪華品牌定位, 因此以絕對金額計量, 蔚來將具有最高的銷售管理費用支出。

圖 56: 三家新勢力研發費用預測



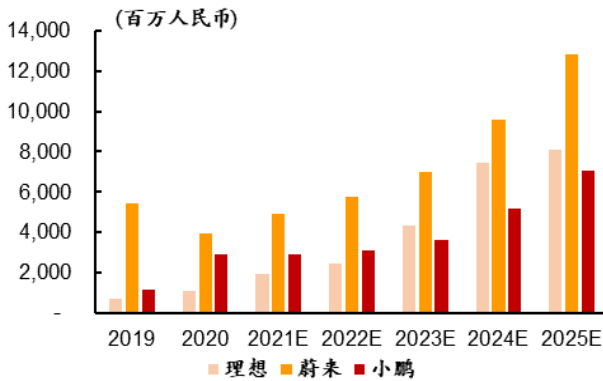
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 57: 我們預計小鵬在短期內將具有相對較高的研發效率



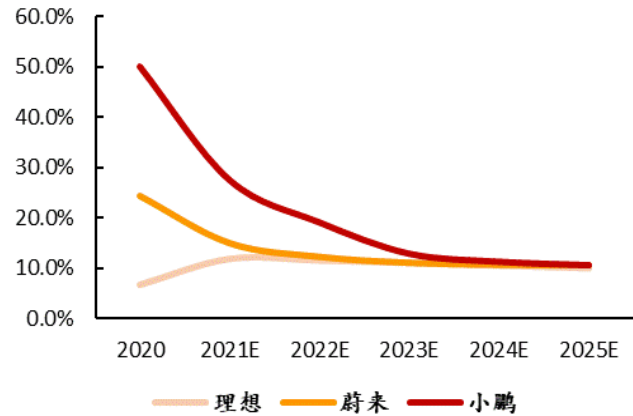
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 58: 三家新勢力銷售管理費用預測



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 59: 理想在銷售管理費用效率方面處於領先地位



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

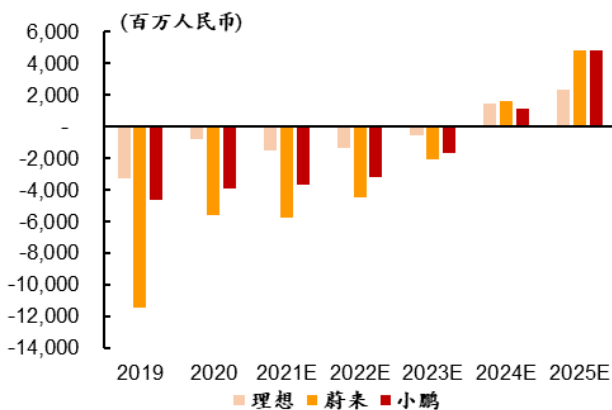
盈虧平衡預計出現在 2023-2024 年

根據我們的銷售和費用預測，我們預計三家新勢力都將在 2024 年實現淨利潤盈虧平衡。鑒於總體毛利率和費用控制前景更好，我們預計理想汽車將成為第一個達到盈虧平衡的造車新勢力。我們預計 2021-2023 年新勢力的淨虧損範圍將在 5.85 億元人民幣至 57 億元人民幣之間。

財務穩健，擁有大量現金儲備

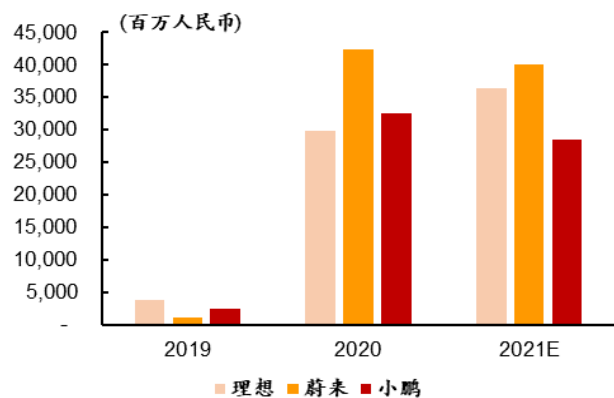
我們不擔心新勢力在 2021-2023 年間的費用增加和潛在虧損。到 2020 年，三家新勢力通過 IPO 和配售新股成功地籌集了大量資金。截止 2020 年底，我們看到三家新勢力的現金儲備在 300 億元至 420 億元人民幣之間，足以應對顯著增長的研發費用和銷售管理費用。此外，根據最近的市場消息，三家新勢力均計畫在香港資本市場進行第二次上市。鑒於新能源行業在中國的巨大增長潛力，我們預計二次上市將在獲得金融市場的青睞，從而進一步增強三家新勢力的財務實力。我們還認為，強大的融資能力是使得三家新勢力在同業中脫穎而出的關鍵因素。

圖 60: 三家新勢力有望在 2023-2024 年達到盈虧平衡



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 61: 三家新勢力擁有足夠的現金儲備以維持未來的發展



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

估值與行業首選

理想汽車是我們的行業首選

鑒於其未來 5-10 年的巨大增長潛力，我們首次給予中國新能源汽車行業“優於大市”評級。在行業內，我們認為蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車在產品研發、智慧化和融資能力方面是汽車電動化浪潮的領導者。我們首次覆蓋

- 蔚來汽車給予“買入”評級，目標價為 46.32 美元；
- 小鵬汽車給予“買入”評級，目標價為 43.12 美元；
- 理想汽車給予買入評級，目標價為 37.73 美元；

根據目前的估值和未來股價上漲潛力，我們對所覆蓋公司的推薦順序為理想汽車>小鵬汽車>蔚來汽車。

我們認為市場正在以市銷率 P/S 倍數對蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車進行估值，目前三家新勢力仍處於虧損狀態，淨利潤預測前景仍存在不確定性。我們還預計市場將給予服務和其他收入更高的 P/S 倍數。主要考慮到這些細分市場收入主要包括軟體收入等方面，理論上具備超高利潤率和用戶群快速複製能力。

我們預計三家新勢力將在 2021-2025 年期間實現爆炸性增長。同時我們對 2025 年中國新能源汽車滲透率預測僅為 20%，鑒於三家新勢力不斷地技術進步能力和消費者認可度的提高，我們認為 2025 年以後他們將繼續保持快速增長的潛力。

我們給予小鵬汽車/理想汽車 2025 年汽車銷售收入 5x 市銷率 P/S。鑒於服務收入的貨幣化速度不同，我們對小鵬汽車/理想汽車的服務和其他收入分別採用 20x / 10x 市銷率 P/S。我們推算出 2025 年的目標市場價值，並根據 18% 的權益成本折現至 2021 年（所有三家新勢力的資本結構中債務都很低）。我們得出小鵬汽車的目標價為 43.12 美元，而理想汽車的目標價為 37.73 美元。

對於蔚來汽車而言，鑒於其領先的交付速度和軟體服務貨幣化方面的先發優勢，我們認為公司將獲得一定的估值溢價。我們分別給予蔚來汽車的 2025 年車輛銷售收入/服務收入採用 6x / 25x 的市銷率 P/S 倍數，並基於 18% 的權益成本將目標市值折現至 2021 年。我們得出蔚來汽車的目標價為 46.32 美元。我們認為市場價格已經反應了部分蔚來汽車較高的銷售可見度。

需要指出的是，我們的財務預測模型和估值方法對收入變動十分敏感，與各家新勢力新能源汽車的交付量高度相關。因此，我們認為市場可能會將月交付數量作為蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車估值的關鍵高頻追蹤指標。我們同時還認為，新車型的交付量持續增長對於新勢力的估值至關重要。

圖 62: 招銀國際團隊對蔚來汽車、小鵬汽車、理想汽車的估值和目標價

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
蔚來汽車					
汽車銷量 - 輛	87,175	124,501	167,591	241,155	341,094
總收入 (百萬人民幣)	33,069	47,224	63,329	89,575	121,691
汽車銷售	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
淨利潤/虧損	(5,740)	(4,479)	(2,040)	1,632	4,823
股本數-百萬	1,639				
股價 - 美元	38.99				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百萬美元					75,889
汽車銷售 - 6倍2025年市銷率					53,100
其它及服务 - 25倍2025年市銷率					22,789
2021年目標價 - 美元					46.32
汽車銷售					32.41
其它及服务					13.91
小鵬汽車					
汽車銷量 - 輛	48,499	73,468	121,980	193,558	278,954
總收入 (百萬人民幣)	10,694	16,320	28,055	45,668	66,674
汽車銷售	10,101	15,344	26,252	42,090	60,612
其它及服务	592	977	1,802	3,578	6,061
淨利潤/虧損	(3,445)	(3,269)	(2,143)	(447)	2,255
股本數-百萬	789				
股價 - 美元	30.52				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百萬美元					34,035
汽車銷售 - 6倍2025年市銷率					24,310
其它及服务 - 25倍2025年市銷率					9,724
2021年目標價 - 美元					43.12
汽車銷售					30.80
其它及服务					12.32
理想汽車					
汽車銷量 - 輛	32,624	57,092	73,710	134,736	250,136
總收入 (百萬人民幣)	16,564	21,583	40,356	72,664	83,305
汽車銷售	16,271	21,160	39,487	70,960	81,194
其它及服务	293	423	869	1,703	2,111
淨利潤/虧損	(1,472)	(1,318)	(536)	1,449	2,319
股本數-百萬	908.09				
股價 - 美元	19.55				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百萬美元					34,259
汽車銷售 - 6倍2025年市銷率					32,565
其它及服务 - 25倍2025年市銷率					1,693
2021年目標價 - 美元					37.73
汽車銷售					35.86
其它及服务					1.86

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 63: 同業公司估值對比

公司	股票代碼	中國市場 主要車型	2020年交付量	股價 (美元)	市值 (百萬美元)	2021年營 業收入 預測 (百萬美元)	2021年 市銷率 P/S 倍數
特斯拉	TSLA US	Model 3, Model Y	499,550	677.00	652,175	49,270	13.2
蔚來汽車	NIO US	ES6, EC6, ES8	43,728	38.99	63,886	5,360	11.9
小鵬汽車	XPEV US	G3, P7	27,041	30.52	24,491	2,173	11.3
理想汽車	LI US	ONE	32,624	19.55	17,686	2,926	6.0

資料來源：彭博，招銀國際證券預測

風險因素

汽車半導體供應短缺

我們認為汽車半導體供應短缺是 2021 年的短期風險因素。自 2020 年第四季度以來，全球 Tier 1 一直遭受 MCU 短缺的困擾。同時國內汽車製造商方面，蔚來汽車於 2021 年 3 月停產 5 天。我們認為 MCU 供應短缺可能會成為新勢力的交付瓶頸。

車輛缺陷

作為運營時間相對較短的新參與者，新勢力可能面臨潛在的產品缺陷或零部件故障，進而可能損害其聲譽並導致重大財務影響。蔚來汽車、小鵬汽車和理想汽車在過去三年中都存在動力電池自燃的記錄。我們認為，潛在的動力電池缺陷將是近期消費者關注的主要問題。

競爭加劇

我們認為，新勢力正面臨日益激烈的競爭環境。競爭不僅來自特斯拉等新能源汽車同業，而且同時來自傳統汽車製造商。傳統汽車製造商正在加快轉型步伐，以滿足監管部門的對能耗要求並獲得新能源積分。我們認為，隨著越來越多的汽車廠商進入中國市場並推出更多的新能源車型，中國新能源汽車行業市場競爭將會逐步加劇。

蔚來汽車 (NIO US)

卓越服務驅動汽車銷售

蔚來汽車是中國新能源汽車行業的先驅。公司目前已推出三款主要車型，分別為ES8、ES6和EC6，而ET7將於2022年第一季度交付。蔚來將提供卓越的客戶服務作為其核心戰略。公司通過提供各類優質服務，解決用戶使用純電汽車帶來的短期不便，並借此提高其品牌認知度。在三家造車新勢力中，蔚來的汽車銷量和收入水平均處於領先地位。我們首次覆蓋蔚來並給予“買入”評級，目標價為46.32美元。

- 卓越服務驅動汽車銷售。** 蔚來將提供卓越的客戶服務作為其核心戰略。公司通過提供各類優質服務，解決用戶使用純電汽車帶來的短期不便，並借此提高其品牌認知度。除此之外，蔚來還致力於通過線上線下社區交互連接用戶。成功的品牌塑造及卓越的服務網路，使蔚來得以吸引和留存目標客戶。2020年，蔚來純電動車交付量達到43,728輛，在造車新勢力中排名第一。
- 加大對於自動駕駛技術的研發投入。** 蔚來於今年1月的蔚來日發佈了其旗艦款轎車ET7。公司計畫加大對應用於ET7的基於英偉達Orin處理器的全棧式自動駕駛技術和Aquila超感系統的研發。公司管理層預計2021年的研發支出將同比倍增。同時，蔚來計畫通過月度訂閱方式推出全新的“自動駕駛即服務(ADaaS)”，即NAD服務。我們認為蔚來的軟體服務貨幣化在造車新勢力中處於領先地位。
- 換電服務：解決用戶里程焦慮的便捷之選。** 蔚來同時供電池租賃服務作為使用者購車時的另一種選擇，即“電池即服務(又名BaaS)”。我們認為，蔚來換電網路的擴展將會為公司帶來非線性的積極影響，即換電網路佈局的逐步完善將增強電能補充的便利性並支持其汽車銷量的持續增長。
- 首次覆蓋給予買入評級，目標價46.32美元。** 我們預計蔚來2025年的汽車銷量將達到34.1萬輛，2020至2025年的年複合增長率為50.8%。我們預期蔚來將在2024年實現盈虧平衡。基於分部加總估值模型，我們給予蔚來目標價46.32美元。首次覆蓋給予買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	7,825	16,258	33,069	47,224	63,329
同比增長(%)	58	108	103	43	34
淨收入(百萬元人民幣)	(11,413)	(5,611)	(5,740)	(4,479)	(2,040)
每份ADS盈利(元人民幣)	(3.35)	(7.46)	(11.58)	(12.64)	(9.49)
每份ADS盈利變動(%)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市場預測每份ADS盈利(元人民幣)	不適用	不適用	(2.54)	0.09	1.89
市盈率(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	52.5	25.3	12.4	8.7	6.5
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(171)	(10)	(5)	(5)	(2)
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	US\$ 46.32
潛在升幅	+18.80%
當前股價	US\$ 38.99

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬美元)	63,886
3月平均流通量(百萬美元)	4,122
52周內股價高/低(美元)	66.99/3.08
總股本(百萬)	1,362

資料來源：彭博

股東結構

李斌	10.6%
Founder Vehicles	10.1%
騰訊	10.0%

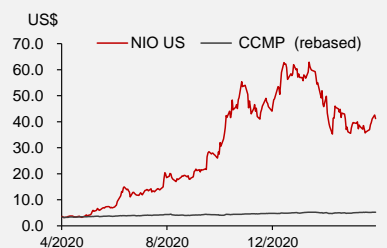
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.1%	6.4%
3-月	-27.9%	-32.1%
6-月	44.9%	17.6%
12-月	1171.9%	688.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

公司概況

中國新能源汽車行業的先驅

蔚來成立於2014年11月，是全球智慧電動汽車領先品牌。公司目前已推出三款主要SUV車型，分別為ES8、ES6和EC6，而新發佈的轎車ET7將於2022年第一季度交付。蔚來致力於通過提供高性能的智慧電動車和極致的用戶體驗，為用戶創造令人愉悅的生活方式。蔚來專注於豪華車市場，產品定價在35.8萬元至62.4萬元人民幣之間，與BBA（寶馬、賓士和奧迪）等傳統豪華燃油車品牌直接競爭。

蔚來將提供卓越的客戶服務作為其核心戰略。公司通過提供各類優質服務，解決用戶使用純電汽車帶來的短期不便，並借此提高其品牌認知度。除此之外，蔚來還致力於通過線上線下社區交互連接用戶，反映了公司重塑汽車行業用戶體驗的想法。

蔚來於2018年在紐約證券交易所上市，標誌者造車新勢力正式開始登陸資本市場。2020年，蔚來純電動車交付量達到43,728輛，在造車新勢力中排名第一，印證了公司在中國高端電動汽車銷售市場的領導地位。

圖 64: 卓越的服務是驅動蔚來汽車銷售的重要元素



資料來源：公司資料、招銀國際證券

全球化的研發布局

蔚來在合肥、上海、北京、聖約瑟、慕尼黑和全球其他地區共擁有11個研發和生產機構。其中，上海是公司的全球總部和現有量產車的核心研發中心所在地，主要負責車型的開發、生產、行銷和銷售以及使用者服務等。

合肥市政府對蔚來的發展給予大力支持

蔚來獲得了來自合肥當地政府的大力支持。2020年4月，蔚來選擇將其中國業務總部設立在合肥，並將其在中国的核心理業務和相關資產（包括車輛研發、供應鏈與製造、銷售和服務以及動力服務等）注入蔚來汽車（安徽）控股有限公司。包括合肥市政府在內的一批戰略投資者向蔚來中國投資70億元人民幣，這筆資金緩解了公司當時現金流緊缺的燃眉之急，也維持了公司的正常運作。

2021年2月4日，蔚來宣佈將從兩名少數戰略股東手中收購蔚來中國3.305%的股權，作價55億元人民幣，並將蔚來中國的註冊資本增加至100億元人民幣。股份回購和資本認繳完成後，蔚來持有蔚來中國90.36%的股權。

圖 65: 蔚來的全球佈局



資料來源：公司資料、招銀國際證券

車型規劃

蔚來目前已推出三款主要車型，分別為 ES8、ES6 和 EC6。

- ES8 為中大型 SUV，2018 年 7 月實現量產和交付，定價區間為 46.8 萬元至 62.4 萬元人民幣。
- ES6 為中型 SUV，2019 年 6 月實現量產和交付，定價區間為 35.8 萬元至 52.6 萬元人民幣。
- EC6 為中型轎跑 SUV，2020 年 10 月實現量產和交付，定價區間為 36.8 萬元至 52.6 萬元人民幣。

蔚來的第四款車型 ET7 為高端豪華轎車，基於蔚來第二代平臺 NT2.0 打造。ET7 預計將於 2021 年第一季度進行交付，定價區間為 44.8 萬元至 52.6 萬元人民幣。標準版 ET7 將搭載 70 千瓦時或 100 千瓦時電池包，續航能力分別達到 500 或 700 公里。

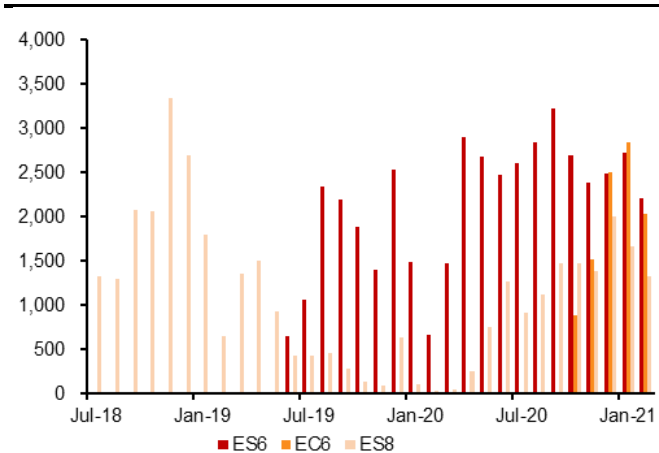
在發佈 ET7 的同時，蔚來還發佈了全新的 150 千瓦時電池組。搭載新型大容量電池包後，ET7 的 NEDC 續航將達到 1,000 公里。該電池包採用了先進的量產固態電池技術，可實現 360 瓦時/千克的超高能量密度，所有蔚來車型均可升級至此版本。搭載 150 千瓦時電池組的 ET7 將在 2022 年第四季度交付。

蔚來的第五款車型定位為中型轎車，同樣基於 NT2.0 平臺，定價區間為 30.0 萬元至 35.0 萬元人民幣。公司計畫在未來數年中，每年都推出一款新的車型。

純電車型主要覆蓋豪華車範疇

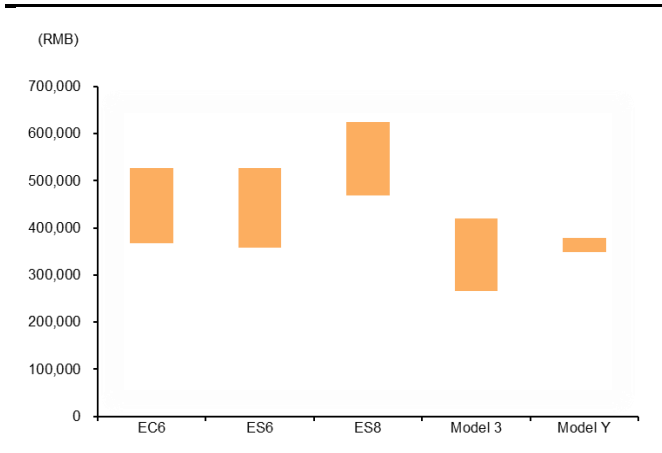
蔚來在合肥、上海、北京、聖約瑟、慕尼黑和全球其他地區共擁有 11 個研發和生產機構。其中，上海是公司的全球總部和現有量產車的核心研發中心所在地，主要負責車型的開發、生產、行銷和銷售以及使用者服務等。

圖 66: 月度銷量



資料來源：乘聯會、招銀國際證券

圖 67: 蔚來定價區間與特斯拉的比較



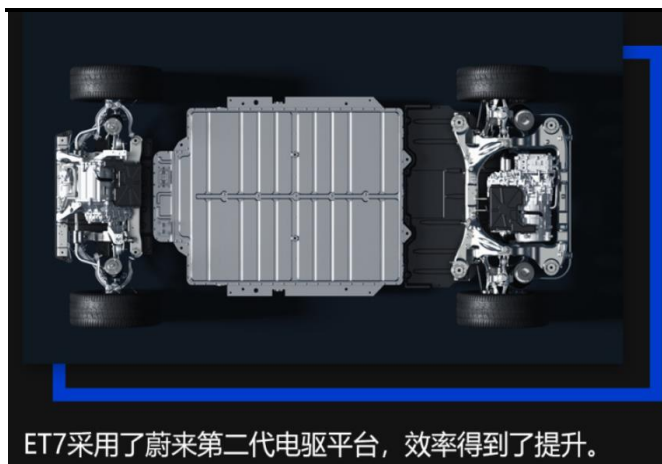
資料來源：汽車之家、招銀國際證券

圖 68: ET7



資料來源：汽車之家、招銀國際證券

圖 69: NT2.0 平臺



資料來源：汽車之家、招銀國際證券

自動駕駛技術

我們認為在當前銷售的車型中，蔚來通過供應商解決方案來實現 ADAS 功能。例如，EC6 配備了 AD 硬體解決方案，包括三個前置攝像頭、四個環視攝像頭、一個博世第四代 77GHz 毫米波雷達、四個 24GHz 角雷達和 12 個超聲波雷達。該系統由 Mobileye EQ4 處理器驅動，並具有 2.5 Tops 的計算能力。基於蔚來當前自動駕駛技術的開發，EC6 能夠支援 L2.5 級別的自動駕駛功能。

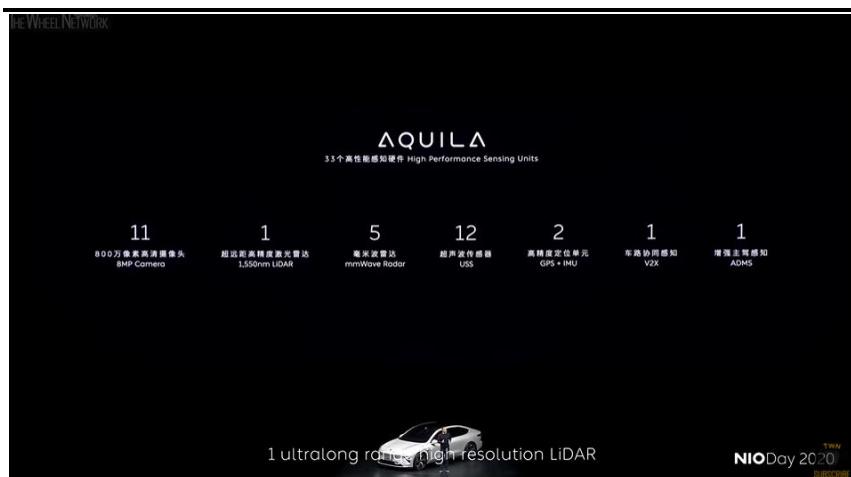
根據我們理解，Mobileye 的解決方案無法支援通過底層演算法進行的重新開發，因此我們認為 Mobileye 的解決方案限制了蔚來自動駕駛技術基於中國本土情況進行優化的可能性。從最新車型 ET7 開始，蔚來將轉向基於英偉達 Orin 處理器的全棧式自動駕駛技術開發。2020 年，蔚來成立了一個獨立的自動駕駛硬體研發團隊，內部稱為“Smart HW（硬體）”。2020 年 10 月，市場新聞顯示，蔚來將自行研發自動駕駛晶片，並由首席執行官李斌親自帶領。

我們相信 ET7 的推出將大大增強蔚來在自動駕駛技術上的競爭力。蔚來 ET7 配備了最新的 NIO 自動駕駛技術（NAD），即 Aquila 超感系統，其中包括 33 個高性能感測硬體（由 11 個 8 百萬圖元高清攝像頭、1 個超遠端高精度 LiDAR 和 5 毫米波雷達組成，攝像頭包括 4 個前置、3 個後置和 4 個環視）、12 個超聲波感測器和 2 個高精度定位單元。ET7 將使用的雷射雷達由蔚來和 Innovusion 共同開發。它具有 120 度的超寬視角，相當於 300 線的超高解析度，長達 500m 的超長檢測距離以及聚焦功能，可以區分更多細節。LiDAR 使用 1,550 納米鐳射，可避免人眼 900 納米的敏感波長，從而改善其性能，同時更好地保護他人的安全。

在算力方面，ET7 將搭載 Adam 超電腦平臺。該平臺由四塊英偉達 Drive Orin 晶片提供支援，這些晶片具有 48 個 CPU 內核、256 個矩陣運算單元和 8,096 個浮點運算單元，總共支援 680 億個電晶體和高達 1,016 Tops 的計算能力。

蔚來將通過 ET7 的月度訂購計畫來啟動其全新的“自動駕駛即服務（ADaaS）”，即 NAD 服務，訂閱費為每月 680 元人民幣。我們認為蔚來的軟體服務貨幣化在造車新勢力中處於領先地位，並且我們認為 NAD 的自動駕駛服務訂閱費對蔚來的用戶而言非常具有吸引力。

圖 70: 蔚來 Aquila 超感系統



資料來源：公司資料、Youtube、招銀國際證券

圖 71: 蔚來 Adam 超算平臺



資料來源：公司資料、Youtube、招銀國際證券

智能座艙

2017 年，蔚來發佈了全球首款量產的車載 AI 系統“NOMI”，意為“know me(懂我)”。它基於強大的車載計算能力和雲計算平臺，集成了語音交互系統和智慧情感引擎，創建了一個全 LCD 儀錶+10.4 英寸垂直中央控制屏+ HUD 的互動式組合。此外，與虛擬助手不同，NOMI 配備了一個小型機器人，該機器人具有豐富的表情，可以執行各種操作。

2021 年，隨著 ET7 的發佈，蔚來將推出基於第三代高通 Snapdragon Car 數位駕駛艙平臺和高通 Snapdragon Car 5G 平臺的第二代智能駕駛艙。在通訊方式上，NIO ET7 擁有 5G、C-V2X、藍牙 5.0、WiFi-6、UWB 等車載通訊方式，使使用者可以享受高寬頻、低延遲的互聯體驗。ET7 智慧座艙將以 NOMI 為中心，其硬體設定包括 12.8 英寸 AMOLED 中央控制螢幕、10.2 英寸數位儀錶、後置 HDR 多功能控制螢幕以及 HUD 增強的平視顯示系統。

圖 72: 2020 年中國新能源汽車智能化前五名

車型	排名
蔚來ES8 - 新版	1
魏派 VV7(技術開發版I)	2
理想ONE	3
小鵬P7	4
紅旗H9	5

資料來源：車雲網、招銀國際證券

圖 73: NOMI 車載助手



資料來源：公司資料、招銀國際證券

換電服務

蔚來的所有系列產品均支持電池更換解決方案。電池更換的核心概念是實現車用電池與動力電池的分離，為解決用戶的里程焦慮提供便捷的解決方案。

蔚來同時供電池租賃服務作為使用者購車時的另一種選擇，即“電池即服務（又名 BaaS）”，用戶可以通過按月或按年付款的方式租用電池。我們認為 BaaS 主要具有以下優勢：

- 1) 降低消費者的初始購買成本；
- 2) 提高電能補充的便利性，與充電方式相比，換電服務可以在三分鐘內實現電能補充；
- 3) 為換電市場培育新的商業模式。

2020年8月，蔚來牽頭成立了一家電池資產管理公司，股東包括蔚來（安徽）控股、寧德時代、國泰君安和湖北省科技投資集團有限公司。

蔚來的 BaaS 業務模式簡單便捷。當使用者選擇購買帶有 BaaS 服務的車輛時，僅需為車輛付費（不包含電池），每月另需支付 980 元或 1,480 元的 BaaS 費用。在啟動 BaaS 服務後，蔚來將把用戶訂閱資產出售給電池資產管理公司。

在這一模式下，蔚來實現了對重型電池資產的剝離，而換電服務的收入則由蔚來與電池資產公司共用。

根據蔚來管理層的披露，自公司推出該項服務以來，BaaS滲透率目前已達到55%左右。我們認為，蔚來換電網路的擴展將會為公司帶來非線性的積極影響，即換電網路佈局的逐步完善將增強電能補充的便利性並支持其汽車銷量的持續增長。

圖 74: BaaS（電池租賃）服務價格

BaaS	車價一次性優惠 (人民幣)	月訂閱費用 (人民幣)	年訂閱費用 (人民幣)	車價優惠等價訂閱週期 (年)
70 kWh	70,000	980	11,760	5.95
100 kWh	128,000	1,480	17,760	7.21

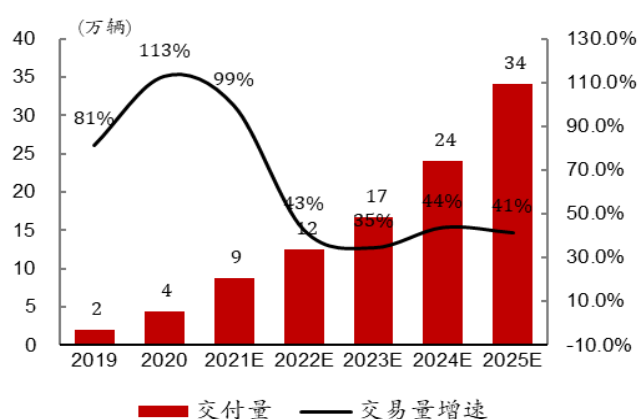
資料來源：公司資料、招銀國際證券

銷售預測

我們認為短期內，蔚來的銷量仍將保持持續增長，主要由於 1) 品牌知名度的不斷提高，2) 消費者對新能源車型的認可度的提升，3) 銷售網路的不斷擴大（公司計畫在 2021 年將門店數量增加至 366 家），4) 換電站網路的擴張，以及 5) 現有用戶帶來的傳播效果。同時，每年推出一款新車型也將繼續支持蔚來整體銷售的增長。

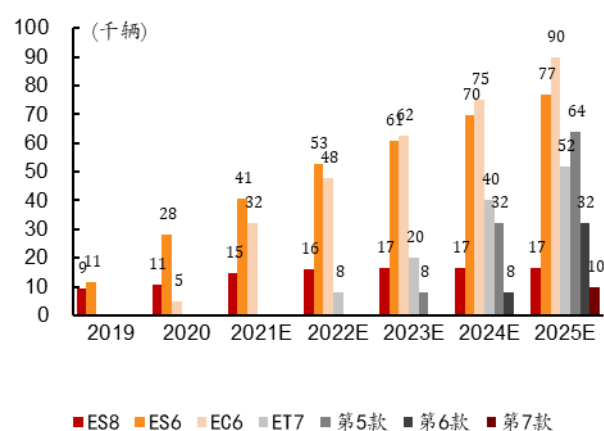
我們認可公司以豪華品牌和品質服務為核心的定位。我們預計，到 2025 年末，公司共將有 7 款車型實現量產，預計當年銷量將達到 34.1 萬台，對應 2020 至 2025 年的年複合增長率為 50.8%。由於蔚來定位為豪華品牌，它將逐步佔領高端品牌汽車的市場份額。我們預計 2025 年蔚來在豪華新能源汽車市場的份額將達到 33%。

圖 75: 蔚來交付量預測及同比變化



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 76: 蔚來銷量預測：按車型預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

財務分析

收入

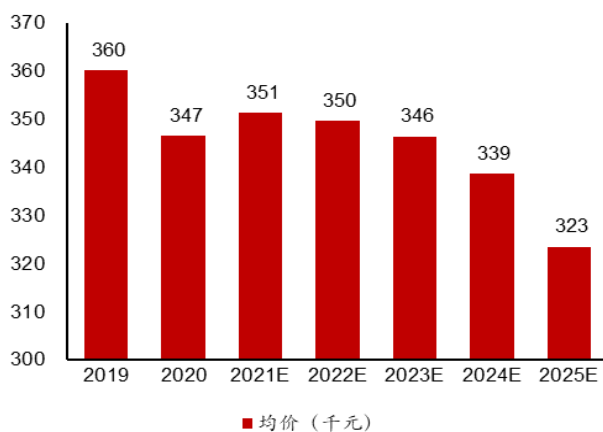
蔚來的收入來源主要為汽車銷售及其他銷售和服務。2020年，受惠於汽車交付量的強勁增長，蔚來的汽車銷售收入同比增長 106%，至 152 億元人民幣，而其他銷售和服務收入同比增長 135%，至 11 億元人民幣。

我們預期公司將繼續通過管道擴張和不斷推出新車型來擴大其市場份額。我們預計 2021 年蔚來的汽車銷售收入將保持 101.7% 的增長率，而其他銷售和服務收入增速將高達 127.8%。

就平均售價而言，我們預計整體定價水準將在保持現有區間基礎上略有下降，因為我們預計未來推出的新純電車型將趨向售價略低的中高價位區間。

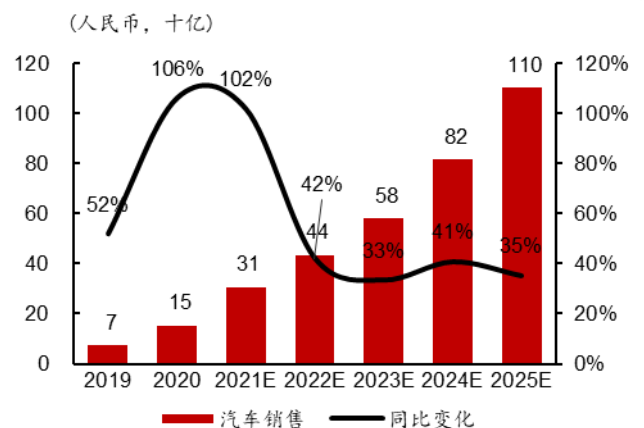
■ 汽車銷售收入

圖 77: 平均售價預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 78: 汽車銷售收入預測



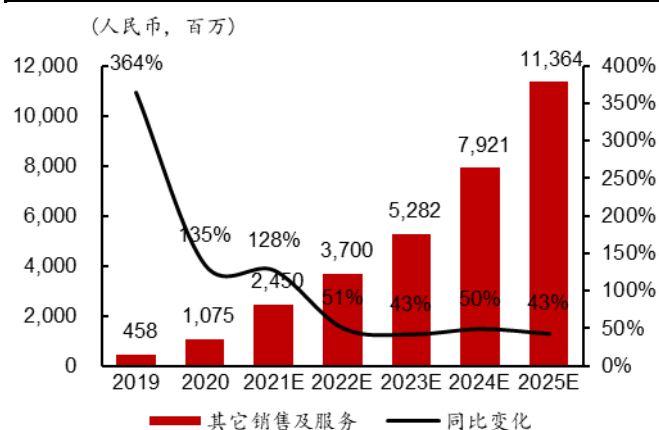
資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

■ 其他銷售及服務

其他銷售及服務主要包括 BaaS 服務、NIO Life 銷售、雙積分收入以及未來自動駕駛系統 NAD 的訂閱收入等。目前，NIO Pilot (全配包及精選包) 的滲透率約為 50%，顯示出蔚來的豪華車客戶對於品牌的高度認同以及對於其自動駕駛功能較強的付費意願。因此，我們對於未來 ADaaS 服務的滲透率感到樂觀。

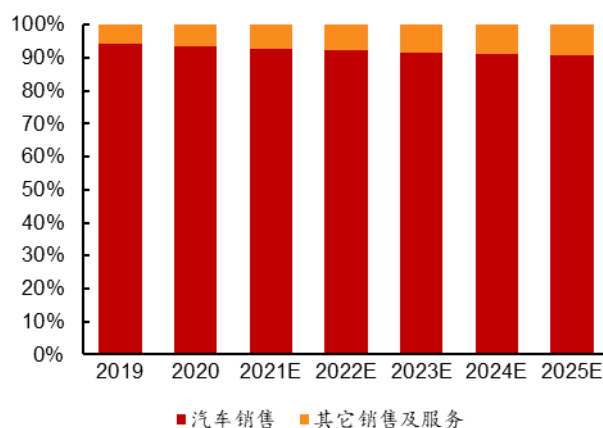
鑒於 1) 換電站數量的不斷擴張，以及 2) 換電站 2.0 在全國範圍內的普及帶來客戶滿意度的提高，我們預期 BaaS 服務的使用率將逐步提升。因此，我們預計其他銷售及服務收入在 2021 年將同比增長 127.8%，至 24.5 億元。

圖 79: 其他銷售及服務收入預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 80: 收入結構 - 汽車銷售收入佔主導



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

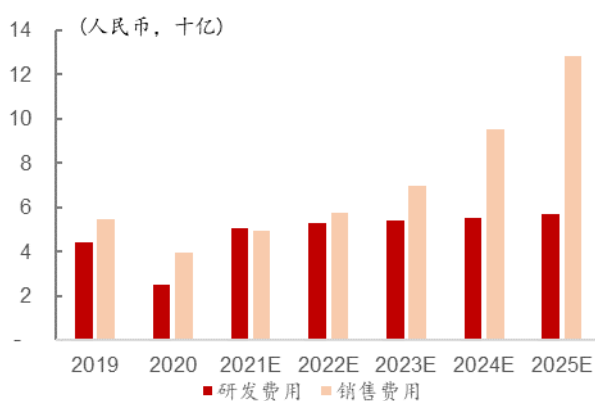
毛利率

我們預期蔚來的整體毛利率將顯著改善。隨著汽車銷量的持續攀升，規模效應將逐步體現。此外，由於毛利率更高的其他銷售和服務收入所佔比重將逐步提高，我們預計公司的整體毛利率將進一步提升，從 2020 年的 11.5% 提高到 2021 年的 16.2%。

研發費用及銷售和管理費用

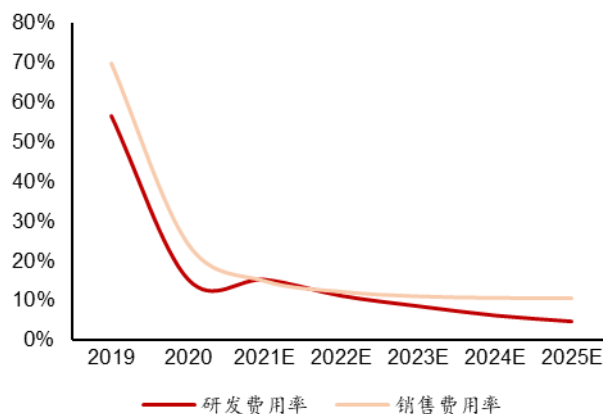
蔚來計畫加大對於新車型研發、自動駕駛技術和智慧座艙的投入。管理層指引 2021 年研發費用將超過 50 億元人民幣，較 2020 年增長一倍。在銷售和管理費用方面，由於蔚來致力提供優質服務，並計畫擴張零售分銷網路，我們預計 2021 年的銷售和管理費用將增長至 49 億元人民幣。

圖 81: 研發費用和銷售管理費用預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 82: 研發費用和銷售管理費用佔收入比例預測

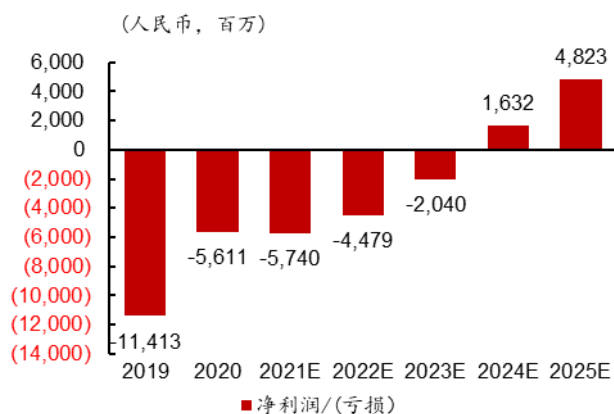


資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

淨利潤

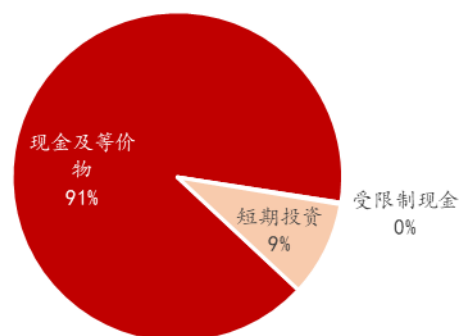
由於蔚來將在 2021 年增加研發和銷售管理相關開支，我們預計公司 2021 年的淨虧損將小幅收窄 0.5%，至 57 億元人民幣。根據我們的銷售和費用預測，我們預計蔚來將在 2024 年達到盈虧平衡，而在 2021 年至 2023 年間仍將維持虧損狀態。但我們並不擔心潛在的虧損，因為截至 2020 年底，蔚來擁有 425 億元人民幣的豐富現金儲備。我們認為蔚來強大的資產負債表足以支持其費用增長和未來擴張計畫。

圖 83: 淨利潤預測



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

圖 84: 蔚來 2020 年底現金儲備情況



資料來源：公司資料、招銀國際證券預測

估值

首次覆蓋，目標價 46.32 美元（潛在升幅 18.8%）

鑒於公司涉及的業務領域多樣，我們採用分類加總估值法（SOTP）對蔚來進行估值。我們將蔚來的業務分為兩類，分別是：

- **汽車銷售收入** – 通過銷售不同車型電動車和附加的基礎自動駕駛軟體和硬體獲取收入，以及
- **服務類收入** – 其他銷售收入及服務收入，包括 BaaS 服務、NIO Life 銷售、雙積分收入以及未來自動駕駛系統 NAD 的訂閱收入等。

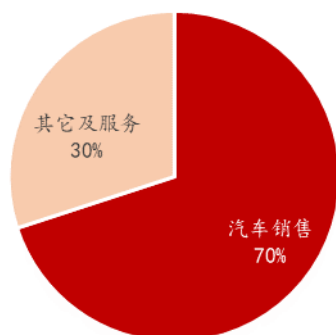
我們對蔚來在豪華車市場的表現持樂觀態度，並相信至 2025 年，公司在中國豪華新能源汽車市場的份額將超過 20%。我們給予汽車銷售收入 6 倍市銷率估值，給予收費類收入 25 倍市銷率估值。此外，我們使用 18% 的折現率來反映權益成本。我們估計，FY21E 蔚來的汽車銷售額對應的價值將達到每份 ADS 32.41 美元，收費類收入對應的價值將達到每份 ADS 13.91 美元。

圖 85: 2021 年 SOTP 估值概要

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
蔚来汽車					
汽車銷量 - 輛	87,175	124,501	167,591	241,155	341,094
總收入（百萬人民幣）	33,069	47,224	63,329	89,575	121,691
汽車銷售	30,619	43,524	58,047	81,655	110,327
其它及服務	2,450	3,700	5,282	7,921	11,364
淨利潤/虧損	(5,740)	(4,479)	(2,040)	1,632	4,823
股本數-百萬	1,639				
股價 - 美元	38.99				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 - 百萬美元					75,889
汽車銷售 - 6倍2025年市銷率					53,100
其它及服務 - 25倍2025年市銷率					22,789
2021年目標價 - 美元					46.32
汽車銷售					32.41
其它及服務					13.91
股價上漲空間					18.8%
2025年預測市盈率					101.2
2021年市銷率					14.8
2022年市銷率					10.3

資料來源：招銀國際證券預測

圖 86: 2021 年估值構成



資料來源：招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結：12/31 (百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	7,825	16,258	33,069	47,224	63,329
汽車銷售	7,367	15,183	30,619	43,524	58,047
其它銷售	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)

現金流量表

年結：12/31 (百萬元人民幣)	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

資產負債表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	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
夾層權益	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(%)					
汽車銷售	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)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	(4.68)	26.94	16.29	13.14	11.79

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

小鵬汽車 (XPEV US)

引領自動駕駛賽道

小鵬汽車是新勢力中自動駕駛行業龍頭。公司定位為中高端新能源汽車品牌，致力於提供具有自動駕駛技術和智慧座艙功能的高性價比智慧電動汽車。小鵬汽車現有兩種車型在產，分別是 G3 和 P7，並推出了一款新的緊湊型轎車，搭載 LiDAR 的 P5 將在 2021 年第四季度交付。2020 年，小鵬汽車交付了 27,041 輛汽車，位居新能源汽車造車新勢力第三。在領先的自動駕駛技術支持下，我們預計小鵬汽車在未來幾年將保持強勁的增長勢頭。首次覆蓋小鵬汽車，給予買入評級，目標價為 43.12 美元。

- **推出緊湊型轎車 P5。**小鵬汽車於 2021 年 4 月 14 日推出了 P5。P5 搭載了兩台由 Livox 生產的“HAP” LiDAR，新的硬體平臺將有助於小鵬汽車將 NGP 服務（通過 XPilot 3.5）從高速公路延伸到城市道路。小鵬汽車宣佈 P5 將於 2021 年第四季度開始交付，定價和詳細配置將於 2021 年 4 月 21 日至 28 日在上海車展上發佈。我們預計 P5 的價格將在 18 萬-20 萬元人民幣之間。
- **引領自動駕駛賽道。**小鵬汽車從創立之初就採用內部全棧自研，這使得公司在道路和交通資料的積累和利用中佔據領先地位，並比同行和特斯拉等國外競爭對手更好地瞭解道路狀況。我們相信小鵬汽車的自動駕駛功能可以提供更好的本土用戶體驗。除自動駕駛外，小鵬汽車的自動泊車和智慧座艙交互功能贏得了消費者高度讚揚。
- **2021-25 年銷售增長將保持強勁。**我們認為分銷管道擴張將是在短期內提高小鵬汽車銷量的基礎之一。長遠來看，我們認為小鵬汽車銷量將取決於其新能源汽車型號的競爭力 and 品牌知名度。我們預計公司 2021 年將交付 4.85 萬輛汽車。我們預計到 2025 年小鵬汽車銷量將達到 30.9 萬輛，相當於 2021-25 年複合增長率為 58.9%。我們還預計小鵬汽車的市場份額將從 2020 年的 2.0% 增長到 2025 年的 5.0%。
- **首次覆蓋小鵬汽車，給予買入評級，目標價為 43.12 美元。**我們採用分部加總估值法，根據汽車和服務銷售收入和 5 倍/20 倍 2025 年市銷率倍數評估小鵬汽車的價值，並以 18% 的貼現率折現。我們的目標價格為 43.12 美元，對應 20.5/13.4 倍 2021/22 年市銷率。首次覆蓋小鵬汽車，給予買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	2,321	5,844	10,694	16,320	28,055
同比增長 (%)	23,815.3	151.8	83.0	52.6	71.9
淨收入(百萬元人民幣)	(4,654)	(4,890)	(4,116)	(3,641)	(2,160)
每股盈利(元人民幣)	(26.6)	(13.0)	(5.3)	(4.6)	(2.7)
每股盈利變動 (%)	不適用	(51)	(60)	(13)	(41)
市場預測每股盈利(元人民幣)	不適用	不適用	(5.0)	(3.5)	(2.3)
市盈率(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	68.7	27.3	14.9	9.8	5.7
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	不適用	(35)	(13)	(13)	(8)
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	US\$ 43.12
潛在升幅	+41.3%
當前股價	US\$ 30.52

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

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

蕭小川

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

公司資料

市值(百萬元)	24,491
3 月平均流通量(百萬元)	665.0
52 周內股價高/低(港元)	74.49/15.00
總股本(百萬)	498

資料來源：彭博

股東結構

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

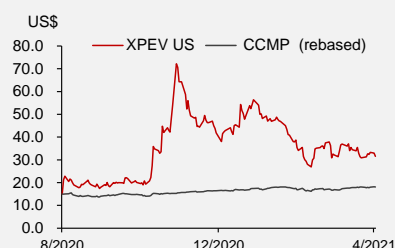
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.7%	-8.3%
3-月	-36.8%	-40.4%
6-月	58.7%	28.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

公司背景

自動駕駛行業龍頭

小鵬汽車成立於2015年，是中國領先的智慧電動汽車設計者和製造商。小鵬汽車定位為中高端電動汽車品牌，並致力於成為具有自動駕駛技術和智慧座艙功能的高性價比智慧電動汽車。2020年，小鵬實現新能源汽車交付27,041輛，位居新能源汽車造車新勢力第三。

公司口號是：“做更懂中國的智慧汽車”，這反映了公司對製造適合中國本土環境的智慧汽車的重視。小鵬汽車已深入中國市場，並通過內部研發建立了核心競爭力，並以此提供了出色的用戶體驗。2021年1月公司通過OTA更新使其旗艦車款P7實現了領航協助工具（NGP），可以對應L3級別自動駕駛功能。與海外企業相比，我們相信小鵬汽車已在自動駕駛和智慧座艙方面積累了一定優勢，這些優勢聚焦於更好的適配於中國的本土化交通環境以及用戶需求。

車型規劃

小鵬汽車現有兩款車型在產，分別是G3和P7。

- G3，是緊湊型SUV，於2018年底實現量產/交付，價格區間為14.68-19.98萬元人民幣。小鵬汽車計畫在2021年第三季度發佈G3的改款版本。
- P7，是中高檔中型轎車，於2020年6月實現量產/交付，價格區間為22.99-40.99萬元人民幣。

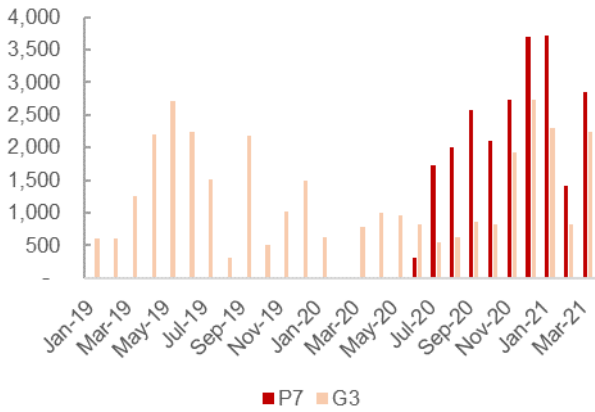
小鵬汽車於2021年4月14日推出了全新緊湊型轎車P5。P5基於“David-Platform（大衛平臺）”，與G3相同，並搭載兩台由Livox生產的“HAP”雷射雷達。新的量產車規級硬體平臺將有助於小鵬汽車的領航協助工具（NGP）服務（通過XPilot 3.5）從高速公路延伸到城市道路。小鵬汽車宣佈P5將於2021年第四季度起交付，定價和詳細配置將於2021年4月21日至28日在上海車展上發佈。我們預計P5價格將在18萬-20萬元人民幣之間。

在未來的車型規劃方面，我們預計第四款車型將是B級SUV，與P7同平臺，並安裝有最新的XPilot 4.0系統。預計小鵬汽車將基於全新平臺推出其第五款車型。我們相信第四和第五款車型將在當前的價格範圍進一步擴大，並仍將處於中高端市場定價。

我們認為小鵬汽車的車型規劃涵蓋了中高端市場，在造車新勢力中與特斯拉中國的重疊度最高。與蔚來汽車定位於豪華市場相比，我們相信小鵬汽車的產品定位反映了其總體戰略，即提高交付量並積累大規模用戶群，以收集使用者駕駛資料並支援其自動駕駛演算法迅速反覆運算。

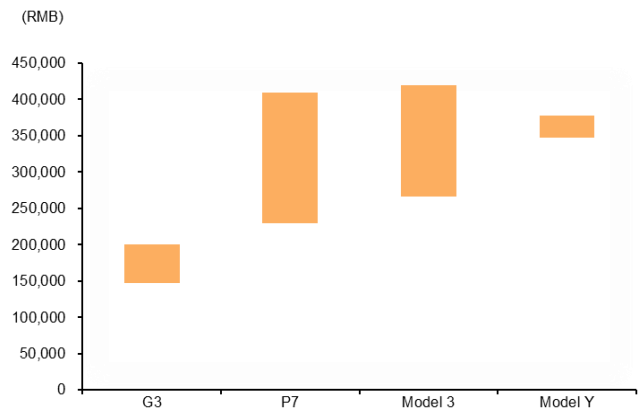
由於小鵬汽車將自動駕駛和智慧座艙作為其電動車型的主要競爭特點，我們認為智慧硬體是其電動車型規劃中的必須。而自動駕駛硬體的配置將使公司難以突破目前的定價水準，向低價市場進一步延伸。

圖 87: 月銷量



資料來源: CPCA, 招銀國際證券

圖 88: 價格區間 vs 特斯拉



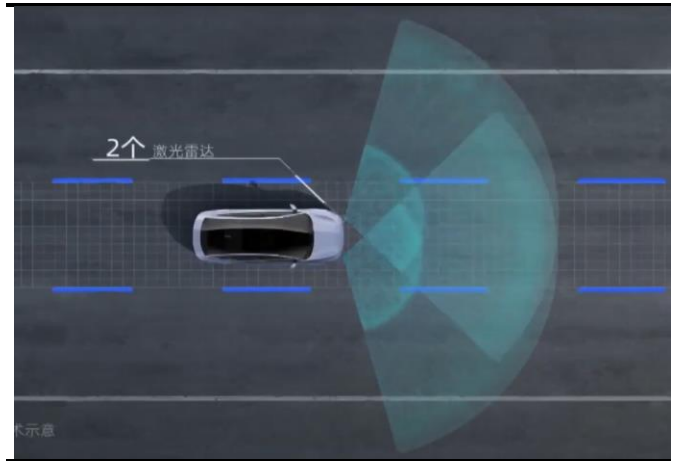
資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

圖 89: 小鵬 P5



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 90: 小鵬 P5 採用 2 種額外傳感設備—Livox HAP LiDAR



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

自動駕駛

自動駕駛價值鏈可以分為三大類: 感知 (前端), 融合 (中端) 和執行 (後端)。與使用一級供應商 ADAS 解決方案套件的同行相比, 小鵬汽車從感知端開始採用內部全棧自研, 從而使公司能夠及早獲取感知資料並積累資料優勢。

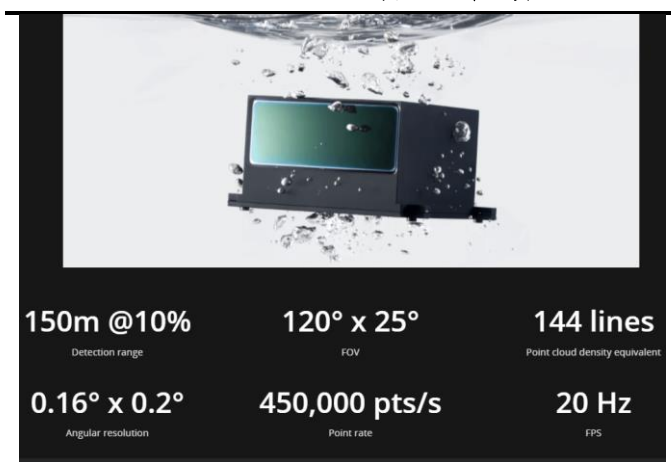
由於小鵬汽車在利用道路狀況和交通感知資料方面處於領先地位, 我們認為小鵬汽車積累了可觀的資料, 並且比同行和特斯拉等海外競爭對手更瞭解中國的交通和道路狀況。我們相信小鵬汽車的自動駕駛功能可以提供更好的本土化用戶體驗。

以 P7 為例, 它配備了 XPilot 3.0 自動駕駛輔助系統, 其硬體解決方案包括 14 個攝像頭, 5 毫米波雷達和 12 個超聲感測器, 構成了業界唯一的 360 度雙感應融合系統。XPilot 3.0 將為中國國內用戶提供最適合中國道路情況的自動駕駛解決方案。2021 年 1 月, 小鵬汽車為其 XPilot 3.0 系統啟用了“領航輔助(NGP)”功能, 支持其 P7 車型在高速路段實現 L3 級自動輔助駕駛。

對於即將面世的 P5，小鵬汽車採用 2 台 LiDAR 作為視覺技術支援，這與特斯拉的自動駕駛解決方案不同。新車型將使用 Livox 的 HAP LiDAR。

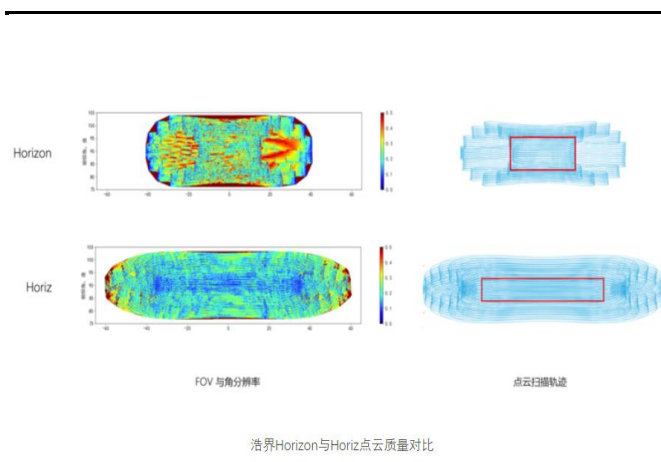
Livox 使用其 Horiz 感測器（Livox Horizon 的汽車級版本）完成了小鵬汽車的一系列定制，其最終量產版本具有一系列行業領先的功能。例如，Horiz 的探測範圍將從公共樣本版本 Horizon 的 90 米（對於反射率為 10% 的對象）增加到 150 米。這將使得 XPILOT 自動駕駛系統能夠更輕鬆地在高速公路和城市道路上更早地探測到任何遙遠的障礙物。同時，Horiz 的解析度也比公共樣本版本高出一倍，新的 ROI（感興趣區域）點雲密度在 0.1 秒內等效增加到 144 條線，而無需添加額外的鐳射發射器。增加的點雲密度可以更快地探測到道路表面的微小物體，包括行人、自行車甚至是交通錐。Horiz 的水準 FOV（視場）也已從 Horizon 的 81° 擴展到 120°。通過解決駕駛員面臨的諸多挑戰——例如消除盲區——極大地增強了智能駕駛體驗。

圖 91: Livox 的 HAP LiDAR 及其配置詳細資訊



資料來源: Livox, 招銀國際證券

圖 92: Horiz vs Horizon



資料來源: Livox, 招銀國際證券

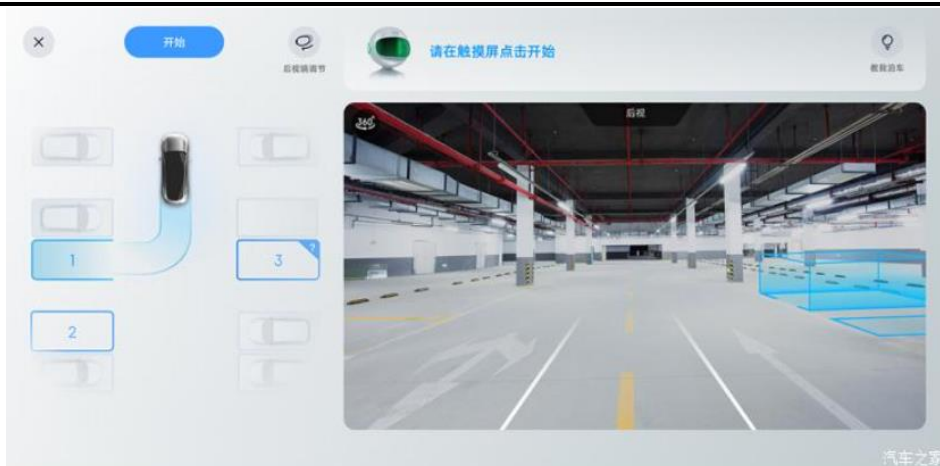
根據我們對部分小鵬汽車消費者的調研，我們發現小鵬汽車在 Xpilot 3.0 的自動泊車功能（包括前向泊車和自動記憶泊車）方面獲得消費者高度評價，這在我們看來形成了差異化競爭優勢。

圖 93: XPILOT 安全



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

圖 94: XPILOT 自動泊車



資料來源：汽車之家，招銀國際證券

智能座艙

對於智慧座艙，最新車型 P7 和 G3 配備了 Xmart OS 2.0 車載智慧系統。該系統採用高通 820A 晶片，並將操作記憶體和存儲空間升級為 4GB 和 128GB。兩種車型均支持 OTA 升級以實現更多功能。同時，Xmart OS 2.0 的設計更加簡潔，交互更加簡單，從而增強了用戶體驗。公司計畫將 Xmart OS 升級到 3.0 版本，使新推出的 P5 支援更高等級的語音控制。

我們相信小鵬汽車在智慧座艙，尤其是在 HMI 領域，有其自身的亮點。小鵬汽車可以通過高級語音辨識實現持續對話。車載 App 也採用開放模型以培養自己的 APP 生態。2020 年 5 月小鵬汽車宣佈與支付寶建立戰略合作。根據公司資訊，小鵬汽車將把來自支付寶的數百萬個小程序完全集成到其車輛之中。

我們相信小鹏汽車的智慧座艙系統可以提供出色的使用者體驗。在開放式生態系統的支援下，我們預計越來越多的客戶數量將為小鹏汽車提供機會，在不久的將來形成新的業務模式。

圖 95: Xmart 2 OS 2.1.0 OTA 全場景語音交互



資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

圖 96: Xmart OS 2.5 QA 模式導航



資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

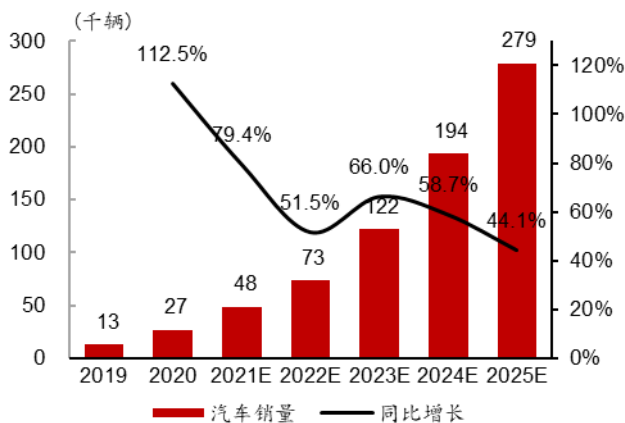
銷售預測

在短期內，我們認為分銷管道的擴張將是推動小鹏汽車銷量的基礎之一。在現階段，小鹏汽車零售店主要集中在二線和三線城市。我們預計公司未來的管道發展將主要集中在：1) 擴大一二線城市核心商務區門店數量，以提高品牌知名度；2) 依靠部分經銷商的特許經營權，在新能源汽車認可度較高的二三線城市快速拓展銷售管道。管理層表示，到2021年底小鹏汽車計畫擁有300家門店，覆蓋110個城市。

長遠來看，我們認為小鹏汽車的銷售將取決於其新能源車型的競爭力和品牌知名度。鑒於小鹏汽車的價格範圍低於造車新勢力同行，我們認為其在年輕一代中獲得了高度認可，並擁有比同行更高的女性消費者支持。我們對公司在智慧座艙和自動駕駛中的定位感到樂觀。

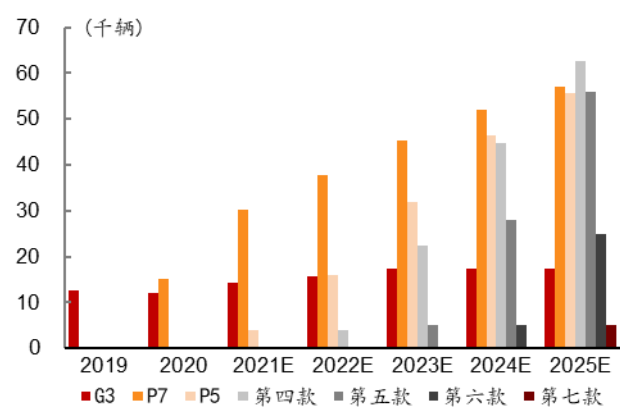
根據我們對小鹏汽車各種電動車型的銷售預測，我們預計公司在2021年將交付4.85萬輛汽車，同比增長79.4%。從中期來看，由於我們預計小鹏汽車的自動駕駛功能將越來越受歡迎，我們預計汽車銷售將保持高增長率。我們預計2025年小鹏汽車的銷量將達到27.9萬輛，2020-25年複合增長率為59.5%。我們還預計小鹏汽車的市場份額將從2020年的2.0%增長到2025年的4.5%。

圖 97: 小鹏汽車銷量預測



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 98: 銷量預測：按車型



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

盈利預測

收入

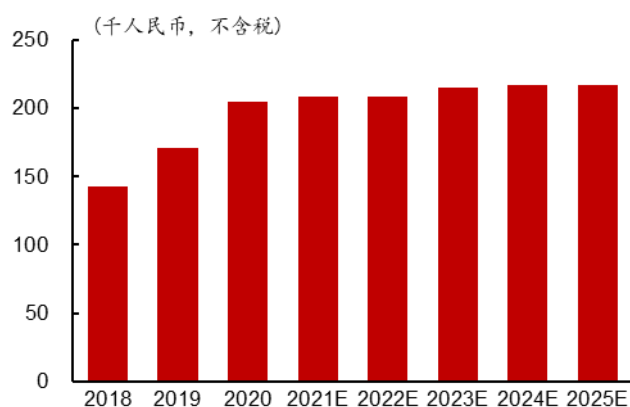
公司通過汽車銷售以及其他銷售和服務產生收入。2020年，汽車銷售收入同比增長155%至55億元人民幣，而其他銷售和服務收入同比增長98%至2.98億元人民幣。兩者都可以歸因於車輛交付量的強勁增長。

我們預計公司將繼續通過管道擴張和新車型的推出來擴大其市場份額。因此，我們預計2021年汽車銷售收入將保持82%的增長率，而其他銷售和服務收入將保持99%的增長率。

■ 汽車銷售收入

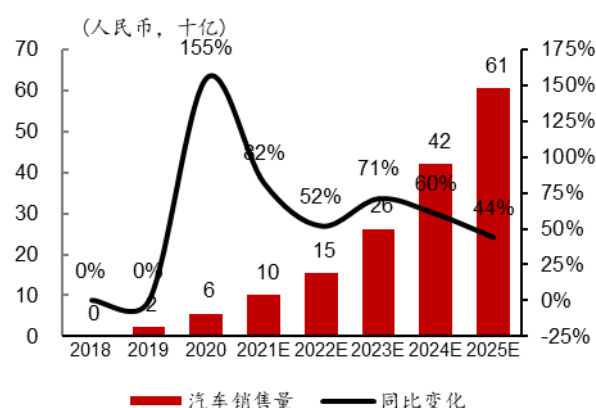
我們認為，汽車銷量將受到以下因素推動：1) 管道網路擴張，2) 品牌知名度提升，3) 新車型推出等。我們預計2021年小鵬汽車的總銷量將增長79.4%至4.85萬輛，基於我們的汽車出貨量預測。由於我們預計不會出現大幅降價，因此假設平均售價將基本保持穩定。2021年，總平均售價將保持在20.8萬元人民幣。我們預計2021年汽車銷售收入將同比增長82%至101億元人民幣。

圖 99: 平均售價預測



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 100: 汽車銷售收入預測

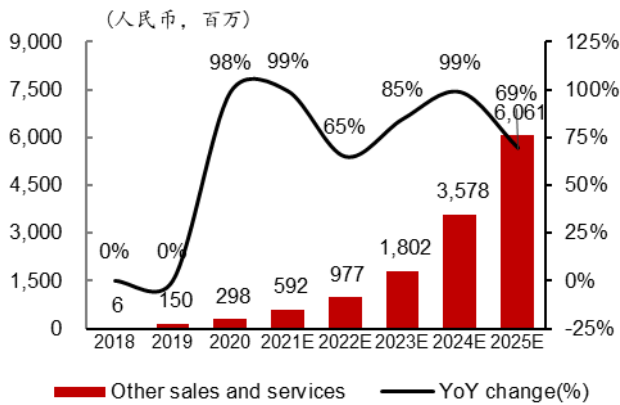


資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

■ 其他銷售和服務收入

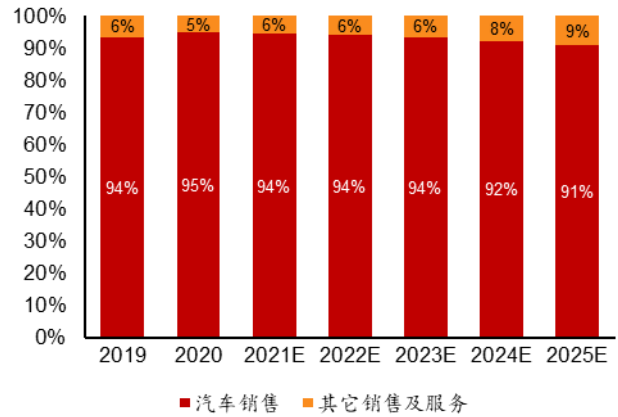
其他銷售和服務包括叫車服務、融資租賃、充電服務和維修服務。我們預計 Xpilot 3.0 或將來的可選套裝軟體將被錄入其他銷售和服務收入。我們預計 Xpilot 的採用率將逐步提高，考慮到 1) 中國自動駕駛服務滲透率的整體提高，2) Xpilot 的 OTA 升級以提高客戶滿意度。此外，我們預計金融服務、充電服務和維修服務將超過汽車銷售，由於 1) 金融滲透率不斷提高，2) 充電和維修服務積累的客戶群。因此，我們預計 2021 年，售後服務收入將保持 99% 的增長率。

圖 101: 其他銷售和服務收入



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 102: 汽車銷售將佔總收入的大頭



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

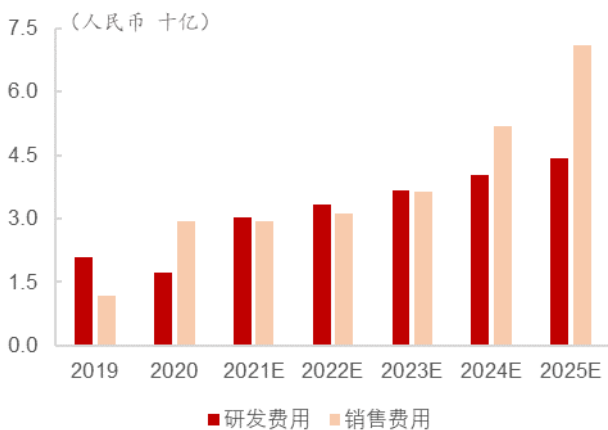
毛利率

我們預計小鵬汽車的總體毛利率將會顯著改善。隨著汽車銷量持續攀升，規模經濟將逐步實現。此外，鑒於其他銷售和服務所佔收入比重的逐步提高（其利潤率高於汽車銷售），我們預計毛利率將進一步提高。具體來說，我們預計小鵬汽車的毛利率將由 2020 年的 4.6% 提升至 2021 年的 9.3%。

研發和銷售及管理費用

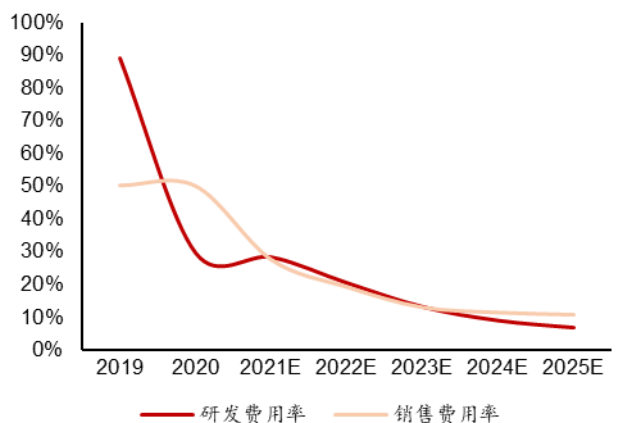
小鵬汽車計畫加快研發投入。在 2020 年第四季度業績發佈會上，管理層指引 2021 年大幅增加研發費用，用於自動駕駛、國際化和第四代 XPoilot 技術。至於銷售及管理費用，小鵬汽車計畫將零售店由 2020 年的 160 家擴張至 2021 年的 300 家，覆蓋 110 個城市。我們預計分銷管道的擴張也將帶來銷售及管理費用的顯著增加。

圖 103: 研發和銷售及管理費用預測



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 104: 研發 vs 銷售及管理費用率

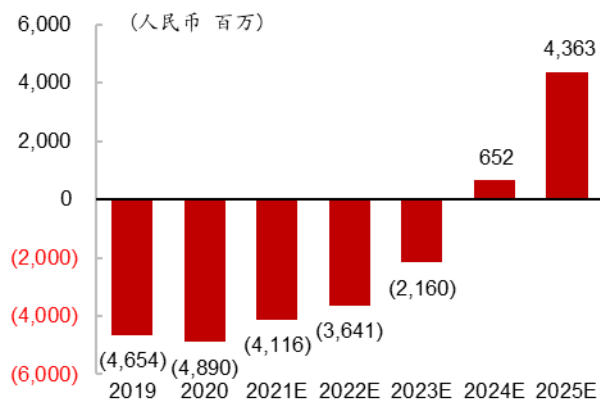


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

淨利潤

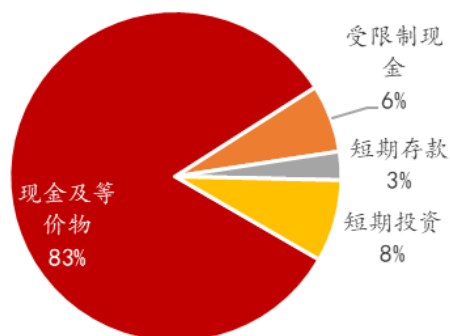
我們預計，隨著汽車銷量的增長，小鹏汽車的淨利潤將持續改善，整體運營杠杆將提高。根據我們的銷售預測，我們預計小鹏汽車將在 2023-24 年達到收支平衡，此後其整體盈利能力將變強。我們認為市場不太擔心小鹏汽車的短期虧損狀況。2020 年首次公開募股和配股後，小鹏汽車持有的現金儲備超過 350 億元人民幣，足以維持其研發費用和分銷管道的增長。

圖 105: 淨利潤預測



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 106: 小鹏汽車現金構成



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

估值

首次覆蓋，目標價 43.12 美元（潛在升幅 41.3%）

鑒於公司業務多樣，我們採用分部加總法評估小鵬汽車價值。我們將小鵬汽車的業務細分為兩類，分別是

- **汽車銷售** – 通過銷售不同電動車型和附加的基本自動駕駛硬體/服務產生收入和收益；
- **其他收入** – 包含其他銷售和服務，主要包括叫車服務、融資租賃、充電服務和維修服務。

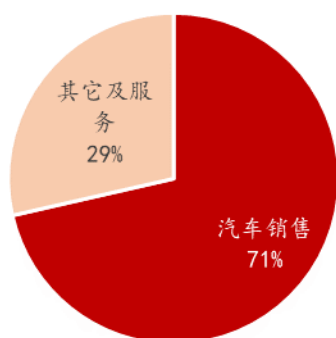
我們對小鵬汽車在中高端市場的表現感到樂觀。其智慧汽車+高性價比將有助於其搶佔市場份額。對於汽車銷售，我們使用 5 倍 2025 年市銷率的估值倍數，對於其他收入分部使用 20 倍 2025 年市銷率的估值倍數。此外我們使用 18% 的貼現率來折現權益成本。我們預計 2021 年，汽車銷售將達到每股 30.80 美元，其他收入將達到每股 12.32 美元。

圖 107: 2021 年分部加總估值匯總

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
小鵬汽車					
汽車銷量 – 輛	48,499	73,468	121,980	193,558	278,954
總收入（百萬人民幣）	10,694	16,320	28,055	45,668	66,674
汽車銷售	10,101	15,344	26,252	42,090	60,612
其它及服務	592	977	1,802	3,578	6,061
淨利潤/虧損	(3,445)	(3,269)	(2,143)	(447)	2,255
股本數-百萬	789				
股價 – 美元	30.52				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 – 百萬美元					34,035
汽車銷售 – 6倍2025年市銷率					24,310
其它及服務 – 25倍2025年市銷率					9,724
2021年目標價 – 美元					43.12
汽車銷售					30.80
其它及服務					12.32
股價上漲空間					41.3%
2025年預測市盈率					97.0
2021年市銷率					20.46
2022年市銷率					13.41

資料來源：招銀國際證券預測

圖 108: 2021 年估值佔比



資料來源：招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

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
汽車銷售	2,171	5,547	10,101	15,344	26,252
其它銷售	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)

現金流量表

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

資產負債表

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 (%)					
汽車銷售	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)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(人民幣)	4.7	44.3	38.4	33.5	30.4

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

理想汽車 (LI US)

新能源汽車差異化技術解決方案領導者

理想汽車是新勢力中差異化增程式解決方案的開拓者。公司於2019年11月推出了首款增程式車型-六座大型豪華電動SUV理想ONE。理想針對多人家庭用戶的精確市場定位，幫助公司成功實現銷量爬坡。2020年，理想汽車共交付32,624輛理想ONE，位居新能源造車新勢力中第二名。公司計畫從2022年開始，每年推出兩款新車型。鑒於其成功市場定位和出色的成本控制能力，我們預計公司將保持快速增長的勢頭。我們正式開始對理想汽車進行覆蓋，並且給予“買入”評級，目標價為37.73美元。

- **精準的市場定位促進銷量爬坡。**理想ONE專為多人家庭設計，在車型軸距和內飾設計上具有大尺寸和空間感。同時大型SUV贏得了家庭用戶的青睞，並在2020年成功實現了的交付記錄。我們預計其良好勢頭將在2021年得以延續。公司2021年第一季度共交付了12,579輛理想ONE，高於4季度電話會指導。
- **新車型規劃：公司將從2022年起每年推出兩款車型。**理想預計將在2022年下半年推出兩款新車型，其中一款為全尺寸SUV（內部代碼“X01”）。管理層披露該SUV車型將配備L4級自動駕駛硬體，並能夠通過FOTA進行自動駕駛升級。同時在純電車型方面，理想正在開發基於高壓快速充電的純電動平臺，旨在實現10-15分鐘內充電達到80%，支持500公里續航里程。
- **出色的成本控制為公司一大亮點。**基於獨特的增程式動力總成系統，理想ONE通過減少配備動力電池的系統和使用較少的汽車輕量化結構件來節省大量成本。同時，精確的市場定位使其位列豪華車細分領域中，並保持了高端品牌形象。理想在此前幾個季度中實現了毛利率的快速增長，並且2020年全年達到16.4%，位列新勢力中第一。
- **首次覆蓋給予“買入”評級，目標價為37.73美元。**我們測算公司2025年全年交付量將達到29.2萬台，2020-2025年CAGR為55.0%。我們預計伴隨著其銷量增長，公司經營杠桿將持續提升，並在2024年實現盈虧平衡。我們基於汽車銷售/其他服務分部的5倍/15倍2025年P/S倍數和18%的權益成本折現，我們給予理想汽車目標價為37.73美元。首次覆蓋給予買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	284	9,457	16,564	21,583	40,356
同比增長(%)	N/A	3,225	75	30	87
淨收入(百萬元人民幣)	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)
每份ADS盈利(元人民幣)	N/A	(1.82)	(1.63)	(1.44)	(0.58)
每份ADS盈利變動(%)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市場預測每份ADS盈利(元人民幣)	不適用	不適用	(0.33)	0.87	2.27
市盈率(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	402.09	12.09	6.90	5.30	2.83
股息率(%)	-	-	-	-	-
權益收益率(%)	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司資料、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	US\$ 37.73
潛在升幅	+93.0%
當前股價	US\$ 19.55

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

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

蕭小川

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

公司資料

市值(百萬港元)	17,686
3月平均流通量(百萬港元)	402.4
52周內股價高/低(港元)	47.70/14.31
總股本(百萬)	727

資料來源：彭博

股東結構

理想	19.7%
王興	21.6%
Amp Lee Ltd.	19.7%

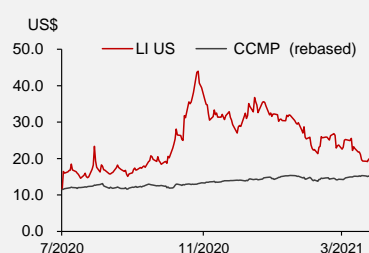
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-13.0%	-18.8%
3-月	-34.6%	-38.4%
6-月	7.4%	-12.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

公司概況

企業背景

理想汽車是中國增程式電動汽車的領導者。公司主營業務為設計、開發及製造高端智慧電動汽車。公司通過技術及產品創新的商業模式為中國的家庭使用者提供安全、舒適和精緻的產品和服務。公司於2019年11月開始量產交付第一款增程式六座大型SUV車型理想ONE，配備增程動力系統和尖端的智慧汽車解決方案。截止到2021年3月，理想汽車共實現交付57,935輛。公司希望借助技術的力量來為客戶創造價值。理想汽車的內部技術研發聚焦於其獨特的增程系統、下一代電動汽車技術以及智慧汽車解決方案。除了已上市的理想ONE以外，公司還計畫增加更多增程式電動及純電車型以覆蓋更多的用戶。

車型規劃及用戶畫像

與其它新勢力相比，理想汽車的車型規劃具有明顯的差異化。目前理想僅有1款SUV在售，即理想ONE。理想ONE的動力總成採用增程式系統，其目的是在目前充電網路尚未完善的背景，以成本效率最優的方案解決用戶里程焦慮的痛點。其純電續航里程為180公里，快速充電/慢速充電時間分別0.5個小時/6個小時。在燃油+電驅模式的共同支援下，理想ONE的NEDC續航里程超過800公里。

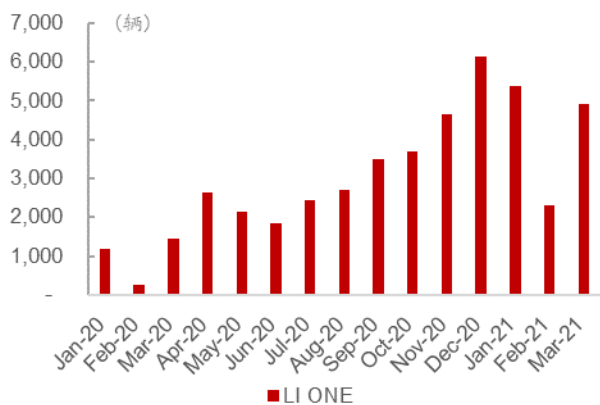
理想ONE專為多人家庭設計，在車型軸距和內飾設計上具有較大的尺寸和空間感，並且贏得了家庭用戶的青睞。理想ONE於2019年11月實現了批量生產和交付，並具有統一的標準配置，價格為32.8萬元人民幣。自動駕駛方面，理想ONE配備了L2級別ADAS硬體系統。

根據公司在2020年4季度的披露資訊，公司計畫從2022年起每年推出兩款新車型。公司預計將在2022年下半年推出這兩款新車型，其中一款是全尺寸SUV（LI內部代碼為“X01”）相對確定。我們預計全尺寸SUV將比理想ONE具有更高端的定位，並且新車型將配備L4級自動駕駛硬體，並可以通過FOTA進行自動駕駛升級。我們預計全尺寸SUV的價格區間將高於理想ONE車型。

在純電車型規劃方面，理想目前正在開發基於高壓快速充電的純電動平臺，旨在10-15分鐘內充電達到80%，支持500公里的續航里程。公司正在開發兩個純電平臺，即“鯨魚平臺”和“鯊魚平臺”。鯨魚平臺將主打大空間以針對家庭用戶，而鯊魚平臺將主打高性能以針對更年輕的用戶群。

我們預計公司短期內車型價格規劃將定位高端，傾向於一線和二線城市以及家庭用戶的豪華車市場。公司計畫未來將逐步向大眾市場延伸，逐步做大下沉市場。理想的長期規劃為車型價格覆蓋15-50萬元人民幣之間。

圖 109: 理想 ONE 月度交付



資料來源: 乘聯會, 招銀國際證券

圖 110: 理想 One - 外飾



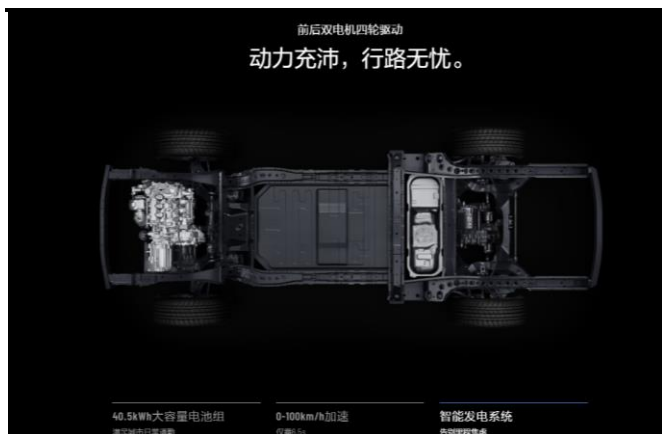
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 111: 理想 ONE - 內飾



資料來源: 汽車之家, 招銀國際證券

圖 112: 理想 ONE 採用增程式動力總成



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

自動駕駛和智慧座艙

理想 ONE 採用 Mobileye EyeQ4 視覺處理器，12 個超聲波雷達，5 個高清攝像頭和 1 個毫米波雷達的解決方案，實現 L2 級別 ADAS 的主流功能。公司於 2020 年 9 月與英偉達及英偉達中國的合作夥伴德賽西威（002920 CH）簽署了三方戰略協定，以啟動其全棧自動駕駛研發。理想計畫在 2022 年推出的全尺寸增程式 SUV 中採用英偉達 Orin 晶片。疊加雷射雷達配置，英偉達 Orin 解決方案將支持 L4 級自動駕駛功能。根據理想自動駕駛研發進展，我們預計公司將在 2022 年下半年至 2023 年推出支持 FOTA 的 L3 級自動駕駛，配置於相關車型。我們認為理想在自動駕駛研發速度方面稍落後於小鵬汽車。

智慧座艙領域，理想 ONE 所採用的四屏使用者介面設計和出色的語音交互得到了市場的廣泛認可。公司精心設計的控制系統可提供出色的使用者交互體驗，可以識別汽車中不同位置的用戶需求，並執行便捷的手勢和語音控制。我們預計，理想將在其新車型的智慧駕駛艙中保持領先地位。

圖 113：四屏使用者介面是理想 ONE 智慧駕駛艙的一個關鍵特性



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 114：全車語音交互能準確識別車內不同位置的用戶需求



資料來源：公司資料，招銀國際證券

管道網路和銷售前景

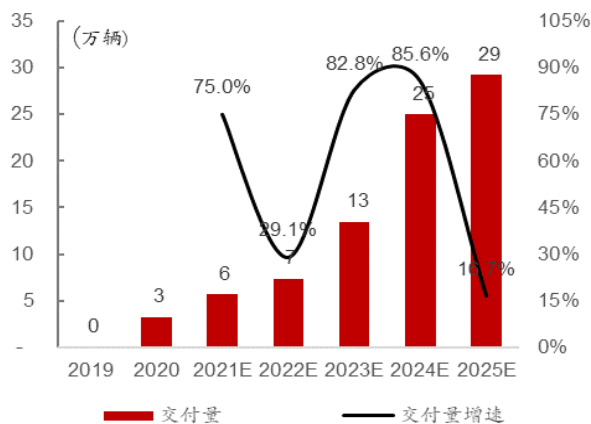
加速銷售網路擴張

理想汽車僅採用直銷管道。公司門店數量明顯少於造車新勢力同業，但保持了較高的銷售效率。截止2021年1月，理想汽車在中國47個城市擁有60家門店。公司計畫到2021年底將其管道門店擴展到200家，並將覆蓋範圍擴展到100個城市。根據理想汽車當前的使用者背景，公司門店主要覆蓋一線和二線城市。鑒於其未來將推出更多車型以覆蓋更廣泛消費者群體，我們預計公司將擴大其管道網路至低線城市。依據管理層指引，從長遠來看理想將在2024年達到1,000家零售門店網路。

到2025年，市場份額將擴大到4.7%

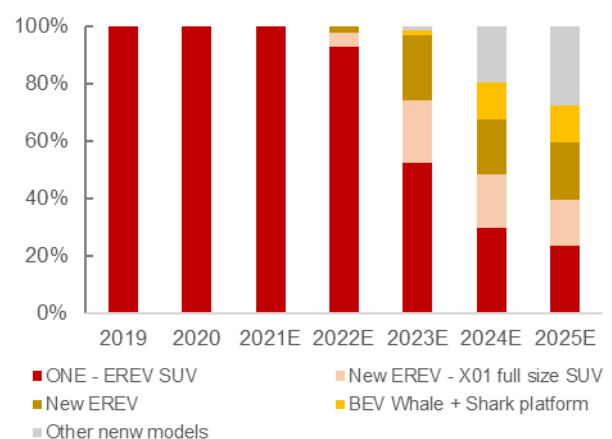
依據公司目前的車型規劃以及其精確的用戶定位和定價範圍，我們預計理想汽車銷量將保持持續增長。我們預計到2025年，理想汽車年交付量將增至29.2萬輛，即2020-2025年交付量複合年增長率達到55.0%。我們還預計，理想汽車在中國新能源汽車的市場份額在此期間將從2.4%增加到4.7%。

圖 115：理想汽車交付量和市場份額預測：我們預計到2025年公司交付量將增長至29.6萬，市場份額為4.7%



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 116：理想 ONE 在 2021 年至 2022 年對公司整體交付量將非常重要，而未來的銷量增長將受到新車型的推動



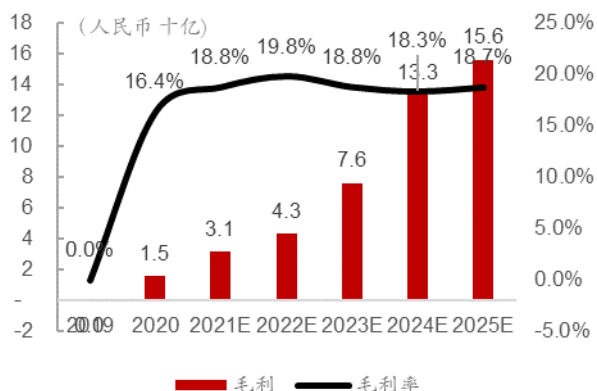
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

出色的成本控制和整體效率

我們認為是理想汽車的主要亮點之一。基於獨特的增程式動力總成系統，理想 ONE 通過減少配備動力電池的系統和重量更輕的整體元件來節省大量成本。同時，精確的市場定位使其位列豪華車細分領域中，並保持了高端品牌形象。我們相信公司擁有清晰的成本路徑。理想汽車自 2020 年 1 季度以來率先實現正毛利率，領先於新勢力同業。

在此前的幾個季度中，伴隨理想 ONE 交付量的增加，公司毛利率迅速增長。由於一次性的供應商激勵，公司毛利在 2020 年第三季度達到了短期峰值。2020 年，公司實現了 16.4% 的總體毛利率，管理層指引預計 2021 年的總體 GPM 達到 19% 至 20%。從長遠來看，理想汽車的毛利率目標設定在 25%。在未來幾年中，我們預計理想汽車整體毛利率在 2021 至 2025 年期間將保持在 18.5% 至 19.8% 區間。我們認為，毛利率的波動將主要由新車型交付爬坡週期所驅動。

圖 117: 毛利表現是 2020 年理想汽車的亮點，我們預計良好的毛利率表現將得以持續



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

財務分析

收入

理想汽車通過汽車銷售以及其他銷售和服務產生作為主營收入來源。在理想 ONE 實現全年銷售後的第一個財政年度中，公司 2020 年實現全年銷售汽車銷售收入以及其他銷售和服務收入分別達到 93 億人民幣和 1.73 億人民幣。強勁的收入增長主要歸功於汽車交付量的提升。

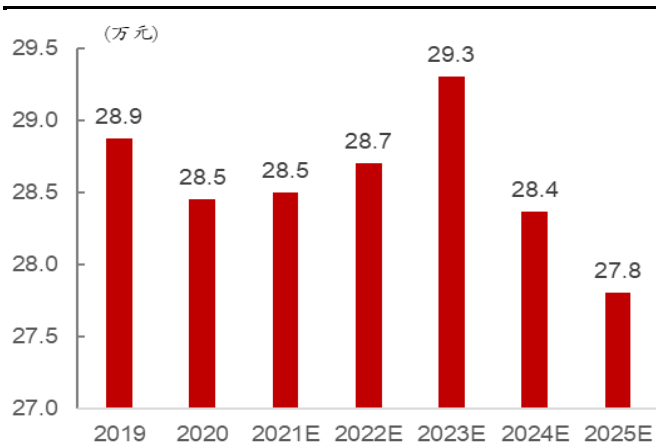
我們預計公司將繼續通過管道擴張和新車型推出進一步擴大其市場份額。因此，我們預計 2021 年汽車銷售收入以及銷售和服務收入將分別同比增長 70%/ 64%。

■ 車輛交付量增長將是主要驅動力

我們認為理想汽車的銷量增長將主要受益於 1) 管道網路擴展；2) 品牌知名度提升；3) 新車型推出等因素。基於我們的銷量預測，我們預計理想汽車銷量 2021 年將同比增長 70% 至 5.55 萬輛。並且隨著新車型的推出，我們預計其銷量將在接下來的幾年中保持快速增長。

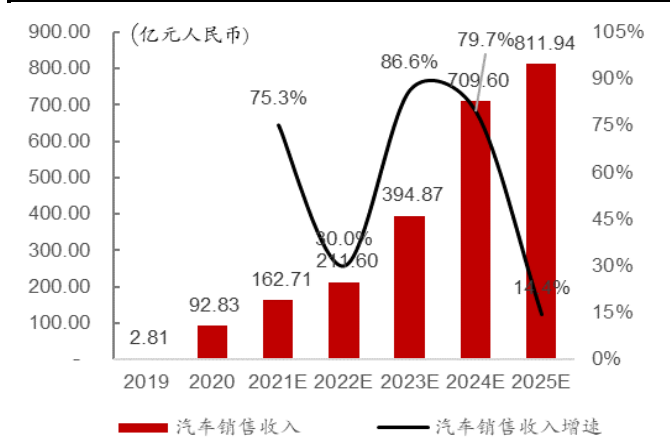
根據理想汽車在 2021 至 2023 的高端新能源汽車定位，我們預計公司將推出價格在 30 萬元人民幣以上的新車型。隨著其具有豪華品牌形象和高級功能的大型 SUV 推出，我們預計新車價格將顯著高於當前理想 ONE 的價格。因此我們預計公司 2022 年至 2023 年不含稅的整體平均售價將有所增長。我們預計，隨著理想汽車面向大眾消費市場的更多新車型推出，對應的銷售價格也將有所下降，帶動公司 2024 年至 2025 年間整體平均售價趨勢性下降。總體而言，我們預計公司 2021 年至 2025 年間扣除增值稅的均價將保持在 27.8 萬元至 29.3 萬元人民幣的相對穩定範圍內。

圖 118：我們預計理想 2021 至 2025 年的平均售價將保持在 28 萬至 29 萬元人民幣左右



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 119：汽車銷售收入預測

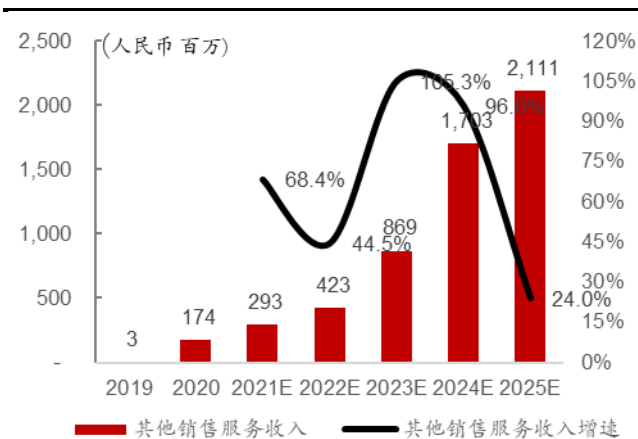


資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

■ 其他銷售和服務

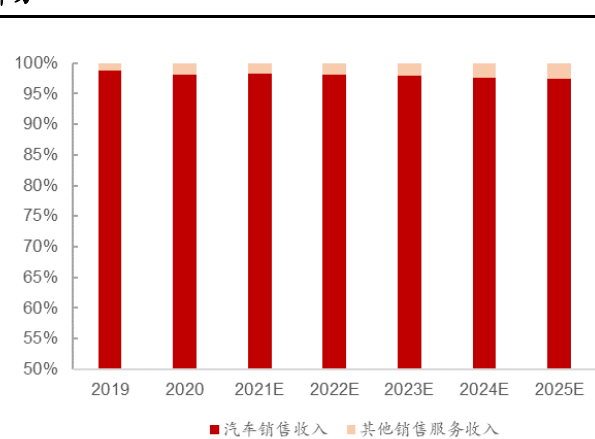
公司其他銷售和服務主要包括充電站、車載互聯網連接服務，FOTA 升級以及為首購用戶終身延保以及獨立的理想 Plus 會員費等。由於理想 ONE 的銷售以標準配置提供，沒有其他服務和收費選項（例如升級的高級自動駕駛功能），因此我們預計其他銷售和服務收入將佔汽車銷售的 1.8%至 2.6%，並保持逐步增長的趨勢。需要指出的是，我們尚未在財務模型中考慮軟體服務潛力。我們預計 2021 年其他銷售和服務收入將同比增長 68.4%至 2.93 億元人民幣，並在未來幾年保持快速增長。

圖 120：其他銷售和服務收入預測



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 121：收入組合：其他銷售和服務僅佔總收入的一小部分



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

公司 2021 年毛利將達到 31 億元人民幣

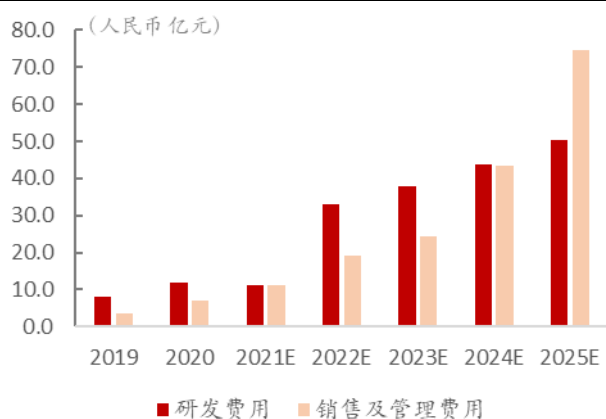
我們預計理想汽車 2021 年毛利率將達到 18.8%，對應毛利為 31.06 億元人民幣，同比增長 100.4%。我們認為，伴隨著汽車交付量的增加，公司經營杠杆率將有所提升，同時零部件降本將逐步實現，從而使得毛利增長速度快於收入。

研發費用和銷售管理費用

理想汽車的研發費用與同業相比相對適中。公司 2018 至 2020 年間研發支出分別為 8 億元/11.7 億元/11.0 億元。管理層計畫在未來幾年中加快研發支出，以實現以下目標：1) 新車型研發及新平臺研發；2) 自動駕駛開發和智慧座艙創新；3) 高壓快充技術。公司宣佈將在上海建立一個新的研發中心，與北京研發中心形成互補，規模將超過 2,000 人。管理層指引公司 2021 年研發費用將達到至少 30 億元人民幣。

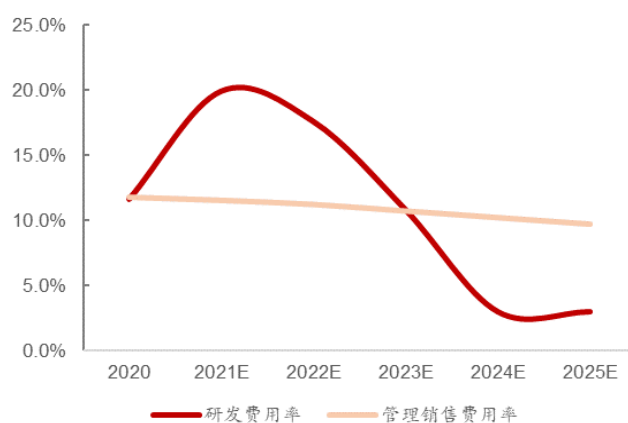
銷售管理費用與管道門店和廣告行銷相關。我們認為，理想汽車在研發早期階段既採取了相對精細的態度。公司 2018 至 2020 年間銷售管理費用為 3.37 億元人民幣/ 6.98 億元人民幣/11.19 億元人民幣。考慮到理想 ONE 獲得市場認可同時，公司亦正在擴展管道網路，我們預計公司 2021 年銷售管理費用將翻番，並在 2022 至 2025 年間增長速度逐步放緩。

圖 122: 研發費用和銷售管理費用預測



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 123: 研發費用率和銷售管理費用率預測



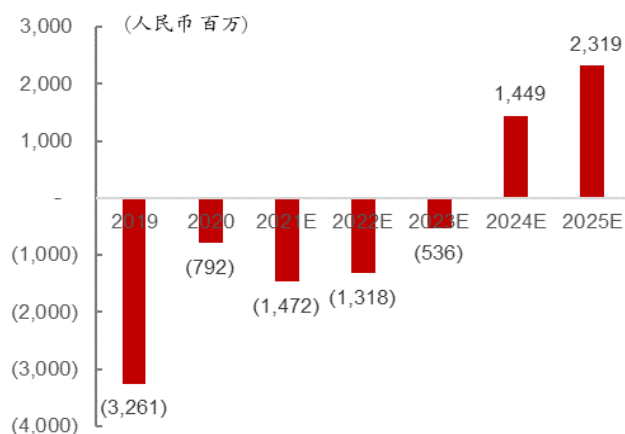
資料來源: 公司官網, 招銀國際證券預測

公司將在 2023 至 2024 年間實現盈虧平衡

根據我們的財務模型預測, 理想汽車將在 2023 至 2024 年間達到盈虧平衡, 大概率成為造車新勢力中首個實現盈虧平衡的玩家。一旦突破盈虧平衡線, 我們預計公司將在出色的成本控制和持續提高的運營杠杆基礎上實現盈利。

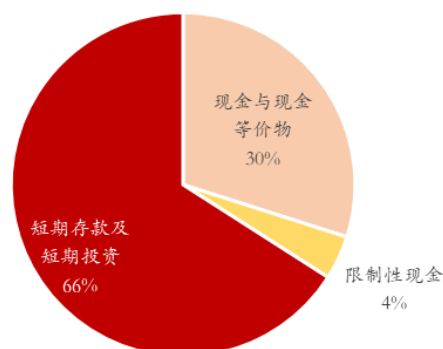
理想汽車在 2020 年確認淨虧損 7.92 億元人民幣。我們預計公司在 2021 年及 2022 年淨虧損分別為 14.96 億元人民幣/13.67 億元人民幣。公司於 2020 年通過 IPO 和後續配售籌集超過 210 億元人民幣的資金。截止 2020 年底, 理想汽車共持有的現金總額為 299 億元人民幣 (101 億元人民幣現金和 197 億元人民幣短期存款)。在 2021 年 4 月上旬, 理想汽車宣佈發行 7.5 億美元的可轉換債券, 為加速未來的支出提供支援。我們認為理想擁有足夠的資金來支持其未來擴張, 而不會在短期內面臨財務壓力。

圖 124: 我們預計理想汽車將在 2023 至 2024 年間實現盈虧平衡



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 125: 理想汽車現金儲備超過 300 億元人民幣, 組合如下



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

估值

首次覆蓋，目標價 37.73（潛在升幅 93.0%）

鑒於公司涉及的業務領域多樣，我們採用分類加總估值法（SOTP）對蔚來進行估值。我們將蔚來的業務分為兩類，分別是：

- **汽車銷售收入** – 通過銷售不同車型電動車和附加的基礎自動駕駛軟體和硬體獲取收入，以及
- **其它及服務類收入** – 其他銷售收入及服務收入，包含融資租賃，充電服務和維修保養服務。

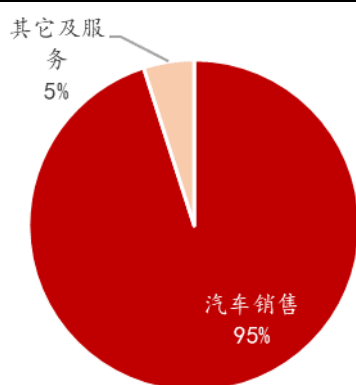
我們給予汽車銷售收入 5 倍市銷率估值，給予收費類收入 10 倍市銷率估值。此外，我們使用 18% 的折現率來反映權益成本。我們估計，2021 年公司汽車銷售額對應的價值將達到每份 ADS 35.86 美元，收費類收入對應的價值將達到每份 ADS 1.86 美元。

圖 126：2021 年 SOTP 估值概要

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
理想汽車					
汽車銷量 – 輛	32,624	57,092	73,710	134,736	250,136
總收入（百萬人民幣）	16,564	21,583	40,356	72,664	83,305
汽車銷售	16,271	21,160	39,487	70,960	81,194
其它及服務	293	423	869	1,703	2,111
淨利潤/虧損	(1,472)	(1,318)	(536)	1,449	2,319
股本數-百萬	908.09				
股價 – 美元	19.55				
折現年份		1	2	3	4
折現系數		84.7%	71.8%	60.9%	51.6%
市值 – 百萬美元					34,259
汽車銷售 – 6倍2025年市銷率					32,565
其它及服務 – 25倍2025年市銷率					1,693
2021年目標價 – 美元					37.73
汽車銷售					35.86
其它及服務					1.86
股價上漲空間					93.0%
2025年預測市盈率					95.0
2021年市銷率					13.30
2022年市銷率					10.21

資料來源：招銀國際證券預測

圖 127: 2021 年估值構成



資料來源: 招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結: 12/31 (百萬元人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	284	9,457	16,564	21,583	40,356
汽車銷售	281	9,283	16,271	21,160	39,487
其它銷售	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 (百萬元人民幣)	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 (百萬元人民幣)	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 (%)					
汽車銷售	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

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。