

造车新势力：平台化降本，NOA 升级

华泰研究

2023 年 6 月 30 日 | 中国内地

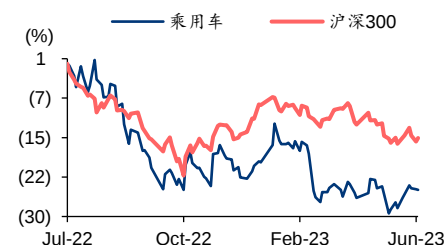
深度研究

乘用车

中性 (维持)

研究员 宋亭亭
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 +(86) 21 2897 2228
联系人 陈诗慧
SAC No. S0570122070128 chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466 +(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
理想汽车-W	2015 HK	164.31	买入
小鹏汽车-W	9868 HK	55.01	买入
蔚来	NIO US	12.22	买入

资料来源: 华泰研究预测

建议关注销量领先、财务状况改善的造车新势力车企

无论走“经济实用”还是“豪华精品”路线，蔚小理中长期均有望实现良好的盈利表现。本文从财务角度入手对比蔚小理，23 年 1-5 月，销量趋势分化，理想同比销量增速高；各家通过推出平台化车型降低生产、研发成本，进一步提升车型竞争力，并通过供应链国产化替代改善毛利率，理想在成本控制方面更具优势；蔚小理持续加大研发投入，布局智能电动。我们看好销量领先、成本控制好、负债率低、现金流好的造车新势力，推荐理想汽车-W，关注小鹏汽车-W、蔚来-N。

新车型周期驱动下，蔚小理销量将再上新台阶

新产品周期影响公司销量表现。22 年蔚小理销量分别为 12.2/12.1/13.3 万辆，均同比高增；23M1-M5，销量趋势分化，蔚小理销量分别为 4.4/3.3/10.7 万辆，同比+16%/-39%/+125%，理想在 L8/L7 及 Air 版带动下，维持同比高增，公司预计年内有望单月销量 4 万辆。23Q1 蔚来 NT2.0 平台仅三款车在售，销量环比下滑 23%，近期全系 8 款产品切换 NT2.0 平台，重磅车型全新 ES6 已上市交付，售价降低 4.8 万，我们预期稳态月销 6000-7000 辆，公司预计，8 款新品将实现月销量 2 万辆。小鹏 G6 已于 6 月 9 日开启预售，22.5 万元起，我们预计月销量将达 5000-10000 辆，23Q3/23Q4 公司预期月销 1.5/2 万辆。

平台化车型的生产和研发成本降低，供应链国产化替代将改善毛利

蔚来全系 8 款产品切换 NT2.0 平台，小鹏 G6 及未来全系新车切换扶摇架构，理想已推出增程平台“L”系列，后续推出高压纯电平台“E”系列，规模效应随平台化车型放量逐步显现。小鹏预计，基于扶摇架构的新车型研发周期将缩短 20%，整车综合研发成本降低 50%，零部件通用化率最高可达 80%。在零部件国产替代方面，理想选用了优质国产供应商替代，例如在智驾芯片上采用地平线、芯驰，空气悬架采用孔辉和保隆科技等，成本控制相比友商更有优势。

持续加大智能电动化的研发支出，渠道变革提高运营效率

蔚小理加大对纯电车型及智能驾驶领域的前瞻布局，研发费持续增加。22 年，蔚小理研发支出分别为 108/52/68 亿元，其中蔚来的研发支出金额高于小鹏、理想。根据各公司业绩指引，我们预测 23 年蔚小理研发支出分别 118/55/106 亿元，同比+9%/5%/56%。理想研发支出同比增幅高达 38 亿元，主要由于公司发布“电能+智能”双能战略，投入纯电车型研发及智能驾驶研发导致费用增加。22 年，蔚小理门店平均销量 350/317/416 台，理想门店运营效率较高，小鹏通过渠道变革、提高授权比例来优化成本，蔚来通过换电站无人值守来提升运营效率。

风险提示：新冠疫情反复、宏观经济下行、供应链短缺。

正文目录

报告核心要点.....	3
核心推荐逻辑	3
精确的产品定位使得不同类型的车企都可获得可观利润	4
大众集团包含豪华品牌和经济实用品牌	4
保时捷主打超高端豪华，净利润指标优异	5
大众汽车主打经济实用，通过规模效应实现盈利	6
当前蔚小理处于成长周期，理想净利润率先转正	8
推出新车型提升销量仍然是各家的核心目标	8
新产品、智驾相关的研发投入增大，净利润持续承压	14
偿债能力均处于合理范围，经营性现金流状况出现分化	15
投资建议与风险提示	18
投资建议	18
风险提示	19
首次覆盖公司	20
理想汽车-W（2015 HK，买入，目标价 164.31 港币）	20
小鹏汽车-W（9868 HK，买入，目标价 55.01 港币）	33
蔚来-N（NIO US，买入，目标价 12.22 美元）	49

报告核心要点

核心推荐逻辑

新能源汽车行业仍处于快速渗透阶段，在新能源车下乡、新能源车购置税延续等政策刺激下，有望加速替代合资燃油车市场份额。23 年以来，受特斯拉降价、燃油车价格战等，新能源车行业景气度下行，需求端疲软，对于车型的质量及性价比提出更高的要求。6 月 15 日，工信部等五部门组织开展 2023 年新能源汽车下乡活动；6 月 21 日，财政部、税务总局和工信部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，“2 免 2 减半”稳定市场预期，“单车限额”促进新能源车高质量发展。在政策推动及活动开展进程中，加速配套充电基础设施建设，将有力支持新能源车发展，自主品牌有望在下沉市场加速渗透，替代原有合资燃油车的市场份额。

（政策点评详见今年 6 月 17 日《新能源车下乡政策落地，自主受益》，及 6 月 25 日《购置税减免政策落地，电动加速渗透》）

行业竞争加剧导致各厂商盈利预期转弱，但理想切入细分蓝海市场，在不降价的情况下，实现快速增长。从细分市场来看，30 万元以上豪车市场规模逆势增长，年复合增速 10.6%，销量从 135 万辆提升至 223 万辆。我们以 23-25 年销量增速 10.6%，豪车平均单价 30 万元来测算，25 年我国豪车收入市场规模为 9041 亿元。以单车 10%净利率估算，净利润规模超 904 亿元。理想的车型 L7/8/9 定位是家用大五/六座 SUV，在 30-50 万元区间，产品竞争力强，1-5 月销量分别为 1.5/1.7/2.1/2.6/2.8 万辆，销量逐月增加。

相比于比亚迪和特斯拉，新势力的优势在于细分市场的精准定位及灵活的决策响应机制。比亚迪三电技术领先，23 年 5 月，王朝网和海洋网销量 22.8 万辆，规模优势明显。特斯拉智能化技术领先，在 23 年 5 月全球和中国销量分别为 17.3 和 7.8 万辆。相比于比亚迪和特斯拉，新势力的优势在于细分市场的定位，理想汽车致力于“创造移动的家，创造幸福的家”；蔚来定位新能源豪华车市场（30 万元以上）；小鹏标签为智能化，主打 20-30 万元区间主流大众市场，精确的产品定位使得不同类型的车企都可获得可观利润。新势力相比传统势力，没有历史包袱，且创始人多为互联网背景，在产品迭代、组织机构变革、研发及转型速度等方面优于传统势力。

智驾方面，新势力普遍优于传统势力。22 年 10 月，小鹏推出的不依赖高精地图的第二代辅助驾驶系统 XNGP，当前主要在上海、深圳、广州、北京四座有高精地图覆盖的城市开启，开放了城市 XNGP 的第一阶段能力，24 年进化至完全形态的 XNGP 系统，届时将不依赖高精地图，在全国各个城市都能无缝连接高速、城市、地下停车场等各种场景，实现从起点停车位到终点停车位全程无断点的辅助驾驶体验。理想在今年 6 月 17 日推送内测用户城市 NOA 导航辅助驾驶系统 AD Max 3.0，公司预计到年底将覆盖超过 100 个城市。蔚来的智驾方面，硬件先行，标配 4 颗 Orin 芯片，增加激光雷达，并即将在今年 7 月推送 BEV 的 NOP+。对比来看，传统势力主要以高速 NOA 为主，在 23 年尚无城区辅助驾驶的量产计划。

当前市场对于新能源车行业的观点较为悲观。但我们认为：

（1）不同细分市场的竞争激烈程度不同：例如，30 万元以上的增程大五座/大六座家用 SUV 市场是蓝海市场，理想 L7/8/9 精准定位，在没有降价的情况下，23 年以来，1-5 月销量分别为 1.5/1.7/2.1/2.6/2.8 万辆，销量逐月增加，L7 上市在大五座市场竞争力较强；

（2）新势力正处于新产品上量周期：理想在 23 年已完成 L7/8/9 布局，并增加 Air 版车型，我们预计公司年内有望实现单月销量 4 万辆的目标。蔚来近期全系 8 款产品切换 NT2.0 平台，重磅车型全新 ES6 已上市交付，售价降低 4.8 万，我们预期稳态月销 6000-7000 辆，公司预计，8 款新品将实现月销量 2 万辆。小鹏 G6 已于 6 月 9 日开启预售，我们预计月销量将达 5000-10000 辆，有望带动公司月销量提升至 1.5~2 万辆。

综上，我们认为在行业低景气的情况下，理想有望维持当前销量良好的趋势，蔚来和小鹏通过重磅新品上市，销量有回升的趋势。

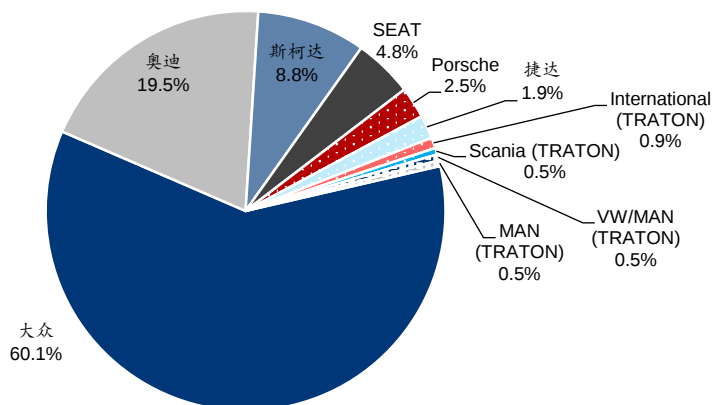
精确的产品定位使得不同类型的车企都可获得可观利润

全球汽车车企的经验告诉我们，无论是经济实用型还是高端豪华型，均有望实现良好的盈利性。车企可定位“经济实用”，虽然单车利润不高，但销量可观下的规模效应强，单车成本更低，因此，总利润也可观。“高端豪华”定位的车企致力于打造高性能、豪华、独特和与众不同等标签，通常定价会更高，单车毛利率可能在 30% 以上，虽然对应的销量空间相对低，但整体也可以获得更高的利润。本文以保时捷和大众集团为例，证明以上两类策略均有望实现良好盈利性。

大众集团包含豪华品牌和经济实用品牌

大众集团包含如保时捷/奥迪等豪华品牌，也有大众/斯柯达等经济实用品牌。大众集团旗下有多个品牌，如大众、奥迪、斯柯达、SEAT、保时捷、捷达等，涵盖乘用车和商用车，既有豪华品牌，也有经济实用品牌。2022 年，公司销量 826 万辆，从主要品牌销量占比来看，大众汽车占比 60.1%，奥迪占比 19.5%，斯柯达占比 8.8%，Seat 占比为 4.8%，保时捷占比 2.5%。同时，集团产品的单价稳步提升，18-22 年汽车平均单价从 17.09 提升至 25.09 万元。18-22 年，公司营业收入波动增长，从 18508 亿元增至 20727 亿元，年复合增速 2.29%。22 年毛利率为 18.7%，实现扣非归母净利润 1104 亿元，平均单车净利润 1.34 万元，平均净利率为 5.67%。

图表1：2022 年大众集团旗下产品销量占比



资料来源：Marklines、华泰研究

图表2：2018-2022 年大众集团财务情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（百万人民币）	1,850,778	1,974,445	1,788,644	1,806,369	2,072,711
同比		6.68%	-9.41%	0.99%	14.74%
销量（辆）	1083	1,097	930	888	826
毛利率（%，公司全业务口径）	19.65	19.45	17.47	18.88	18.70
扣非归母净利润（百万人民币）	92,810	104,306	66,880	107,162	110,356
同比		12.39%	-35.88%	60.23%	2.98%
净利率（%）	5.15	5.55	3.96	6.17	5.67
单价（万元）	17.09	18.00	19.23	20.34	25.09
单车净利润（万元）	0.86	0.95	0.72	1.21	1.34

注：汇率按照对应财年的人民币欧元汇率平均值

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

保时捷主打超高端豪华，净利润指标优异

豪车市场规模逆势增长，我们预计25年我国豪车净利润规模超过900亿元。据乘联会数据，2017-2022年，我国乘用车市场规模下滑，年复合增速-3.0%，销量从2371万辆下滑至2055万辆；30万元以上豪车市场规模逆势增长，年复合增速10.6%，销量从135万辆提升至223万辆。我们以23-25年销量增速10.6%，豪车平均单价30万元来测算，25年我国豪车收入市场规模为9041亿元。考虑到豪车单车盈利性好，以单车10%净利率估算，净利润规模超904亿元。

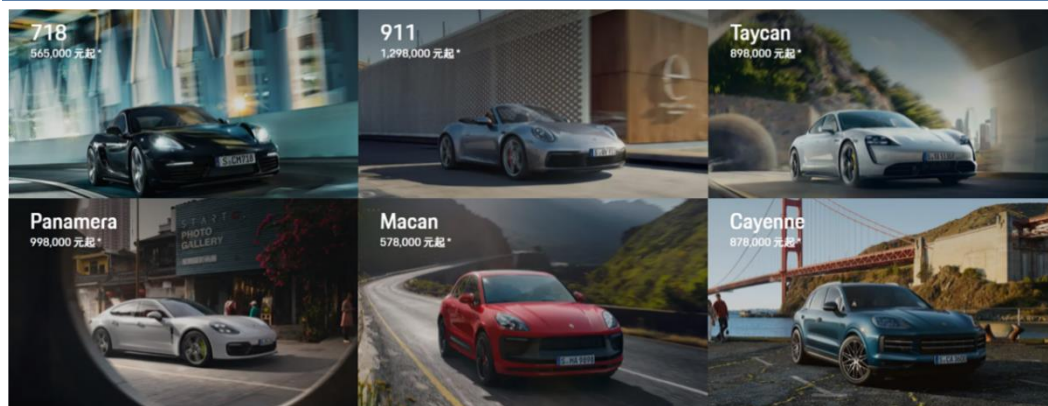
图表3：2017-2025E 我国30万以上豪华车市场规模

30W 以上豪华市场	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销量（万辆）	135	157	170	184	195	223	247	273	301
销量增速		16%	8%	8%	6%	14%	11%	11%	11%
单价（万元）	30	30	30	30	30	30	30	30	30
收入-市场空间（亿元）	4050	4710	5100	5520	5850	6690	7396	8177	9041
单车净利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
净利润-市场空间（亿元）	405	471	510	552	585	669	740	818	904

资料来源：乘联会、华泰研究预测

保时捷产品主打超豪华、高品质，净利润表现优秀。保时捷旗下主要车型包括718(包含Boxster、Cayman)、911、Taycan、Panamera、Cayenne、Macan，最低起售价56.5万元，平均售价为68.36万元（不含增值税），产品均价高。19-22年公司汽车营业收入从1717亿元增至2118亿元，年复合增速5.39%。由于品牌力强、产品单价高，公司的毛利率较高，2022年公司毛利率高达28%，2022年公司实现扣非归母净利润355亿元，净利率高达13.35%，平均单车净利润为11.47万元。

图表4：保时捷产品矩阵



资料来源：公司官网、华泰研究

图表5：2019-2022年保时捷财务情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年
汽车营业收入（百万人民币）	171,707	173,212	183,467	211,845
同比		0.88%	5.92%	15.47%
销量（辆）	280,800	272,162	301,915	309,884
毛利率（%，公司全业务口径）	25.46	24.73	26.73	28.00
扣非归母净利润（百万人民币）	21,852	25,375	29,109	35,533
同比		16.12%	14.72%	22.07%
净利率（%）	9.82	11.03	12.19	13.35
单价（万元）	61.15	63.64	60.77	68.36
单车净利润（万元）	7.78	9.32	9.64	11.47

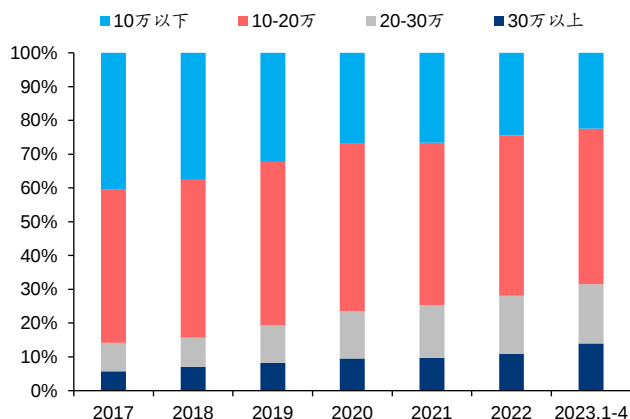
注：汇率按照对应财年的人民币欧元汇率平均值

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

大众汽车主打经济实用，通过规模效应实现盈利

22 年我国 10-30 万元主流汽车市场销量超过 1300 万辆，销量占比接近 65%。2017-2022 年，我国 10-30 万主流汽车市场规模波动增长，年复合增速 0.8%，销量从 1279 万辆提升至 1330 万辆，销量占比从 53.9% 提升至 64.7%。10-30 万乘用车是我国市场销量规模最大的市场，以该市场平均售价 20 万元测算，市场规模超过 26000 亿元，单车盈利以 5% 净利率测算，净利润规模超过 1300 亿元。此市场一直是各家车企集中投放的主流市场。

图表6：2017 至 2023.1-4 月乘用车零售分价格区间占比



资料来源：乘联会、华泰研究

图表7：2017 至 2023.1-4 月乘用车零售销量（万辆）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 M1-4	2023 Q1 2023M4
零售占比								
30 万以上	135	157	170	184	195	223	82	59
20-30 万	202	193	229	271	316	354	103	72
10-20 万	1077	1044	1001	959	967	976	271	194
10 万以下	958	841	669	516	537	501	132	100
总计	2372	2235	2069	1930	2015	2054	588	425

资料来源：Wind、乘联会、华泰研究

大众汽车核心定位于此主流市场，通过做大平台化销量实现超额利润。大众汽车定位为平民、大众化主流市场，致力于提供实用、可靠、经济实惠和质量可靠的汽车产品，售价主要在 10-30 万元之间。2022 年，大众汽车销量 456.3 万辆，18-22 年汽车平均单价从 10.57 提升至 11.43 万元。18-22 年，大众汽车营业收入降低，从 6599 亿元降至 5217 亿元，年复合降幅 5.70%，22 年毛利率为 18.70%（集团口径），实现归母净利润 187 亿元，平均单车净利润 0.41 万元，平均净利率为 3.59%。

图表8：2018-2022 年大众汽车财务情况

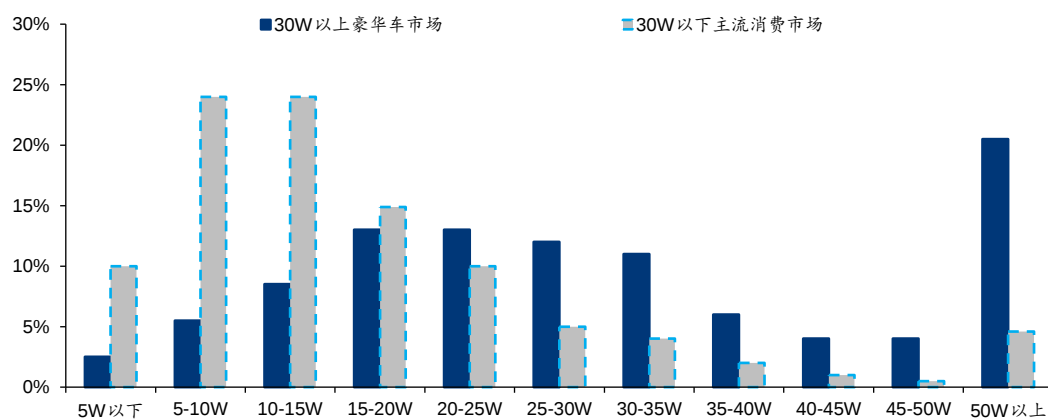
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
汽车营业收入（百万人民币）	659,895	682,992	559,759	517,695	521,728
同比		3.50%	-18.04%	-7.51%	0.78%
销量（万辆）	624.5	627.9	532.8	489.7	456.3
毛利率（%，公司全业务口径）	19.65	19.45	17.47	18.88	18.70
归母净利润（百万人民币）	20,651	29,241	3,575	16,479	18,720
同比		41.60%	-87.77%	360.90%	13.60%
净利率（%）	3.13	4.28	0.64	3.18	3.59
单价（万元）	10.57	10.88	10.51	10.57	11.43
单车净利润（万元）	0.33	0.47	0.07	0.34	0.41

注：汇率按照对应财年的人民币欧元汇率平均值

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

“经济实用”和“高端豪华”车型虽然面向的客户群体不同，单价和销量有较大悬殊，但有竞争力的车型均可实现良好的盈利。从客户群体来看，豪华车客户群体家庭可支配收入远高于大众主流消费群体，超过 20% 的家庭可支配收入超过 50 万元；大众主流消费群体家庭可支配收入主要分布于 20 万元以下。豪车客户关注品牌、品质、安全，价格相对不敏感；大众主流消费群对价格敏感，且对品质、智能化、安全提出越来越高的要求。“高端豪华”策略对应豪华车市场，保时捷在 30 万辆年销量的情况下，净利润超过 300 亿元，单车盈利高达 11 万元；“经济实用”对应大众主流市场，大众汽车在 450 万辆级别销量的情况下，净利润超过 180 亿，单车盈利约 0.41 万元。

图表9：2022 年豪华车与大众主流消费群体的家庭可支配收入对比



注：横轴为家庭可支配收入

资料来源：易车网、华泰研究

中长期来看，蔚小理均有可能实现良好的净利润表现。目前，蔚来和理想定位豪华车市场（30 万元以上），小鹏主打 20-30 万元区间主流大众市场，面向客户群体有一定差异性。当然三家均尚未实现稳定盈利，主要原因是新产品及技术的研发支出高、人员快速扩张导致的管理成本高所致。未来随着更多的平台化产品发布，例如蔚来全系产品切换 NT2.0 平台，小鹏 G6 切换扶摇架构，理想推出增程平台“L”系列产品及后续的高压纯电平台“E”系列产品，平台化造车成本将持续优化，随之研发费用及人员管理成本逐步稳定，规模化降本下均有望实现良好的净利润表现。

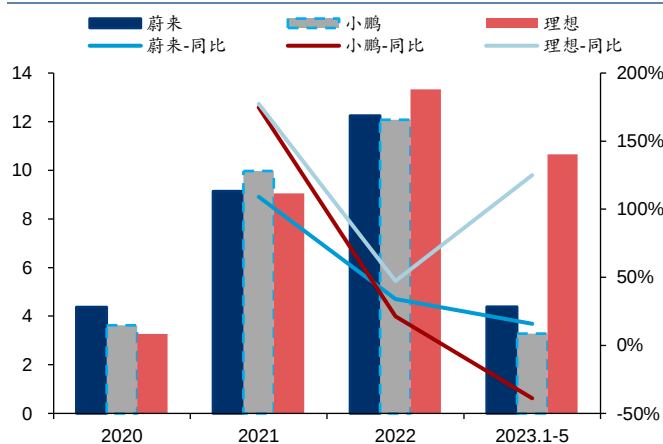
当前蔚小理处于成长周期，理想净利润率先转正

推出新车型提升销量仍然是各家的核心目标

20-22 年蔚小理销量均高速增长，23 年由于产品周期不同导致分化。2020-2022 年，蔚来、小鹏、理想销量均快速增长，销量从 2020 年 4.4/3.6/3.3 万辆，提升至 2022 年 12.2/12.1/13.3 万辆，年复合增速分别为 67%/82%/102%；2023 年 1-5 月，销量趋势出现分化，蔚来、小鹏、理想销量分别为 4.4/3.3/10.7 万辆，同比分别为+16%/-39%/+125%，尤其，理想在推出新车型 L8 和 L7 后，增速较高，公司在 Q1 业绩交流会上预测，Q2 环比继续增长，将交付 7.6-8.1 万辆；而蔚来 NT2.0 平台重要车型 ES6 已于 5 月下旬上市交付，小鹏扶摇架构首款 SUV G6 已在 6 月 9 日开启预售，预期 Q3 将爬坡上量。

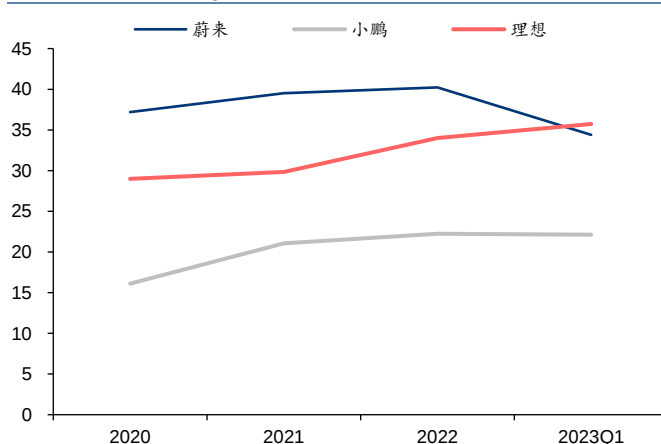
从平均售价来看，21 和 22 年蔚小理平均售价分别为 39.52/21.06/29.85 万元和 40.22/22.24/33.99 万元，均价提升 0.7/1.18/4.14 万元，23Q1 蔚来由于 ET5 销量占比提升至 60%，销售单价降低至 34.39 万元。蔚来和理想主打豪华市场，理想、蔚来平均单价超过 30 万元，小鹏主要覆盖 20-30 万元主流价格区间，和蔚来、理想相比，定位及面向客户群体也有区别。

图表10：2020-2023 年 5 月蔚来、理想、小鹏销量及同比（单位：万辆）



资料来源：乘联会、华泰研究

图表11：2020-2023Q1 蔚来、理想、小鹏平均售价（单位：万元）



资料来源：Wind、乘联会、华泰研究

新车型周期将带动各家新势力销量再上新台阶。分企业来看，理想汽车已完成今年重磅车型 L7 上市，且 L7 和 L8 Air 版已于 4 月开启交付，23 年底大型 MPV W01 车型或将迎来上市，24 年量产。小鹏汽车 6 月 9 日预售 G6，20-30 万区间电动、智能化领先的纯电 SUV 车型，在空间、续航、造型、内饰以及空间上有优势，公司预计量产爬坡后相比 P7i 销量提升 2-3 倍。蔚来汽车已于 5 月 24 日发布全新一代 ES6，将在 Q2 及 Q3 共交付 5 款新车，23Q1 业绩会上，公司预计，全系产品组合将实现月销量 2 万辆以上。

图表12：2023 年蔚来、小鹏、理想主要上市新车型

车企	车型名称/代号	类型	级别	燃料	价格（万元）	全新/车型更新	预计上市时间
理想	W01(代号)	MPV	中大型/大型	纯电	-	全新	2023 年底
	L6	SUV	中型	增程式	20-30（推测）	全新	2024 年
小鹏	X09	MPV	中大型	纯电	——	全新	2023H2
	G6	SUV	中型	纯电	22.5 起售	全新	2023 年 6 月 9 日预售
蔚来	ES6	SUV	中型	纯电	33.8 - 42.6	全新	已上市
	ET5-旅行版	轿车	中型	纯电	——	全新	2023 年 6 月
	EC6	SUV	中型	纯电	——	全新	2023 年中

资料来源：公司公告、汽车之家、太平洋汽车、华泰研究

全新蔚来 ES6 于 5 月 24 日上市，产品升级、售价降低、交期缩短，我们预期稳态月销 6000-7000 辆。

(1) 全新 ES6 性能全面提升：ES6 基于全新的 NT2.0 平台打造，在外观、内饰、舒适配置、智能化等方面全面的提升。①外观设计简洁大方，一体化全新 ES6 比上一代产品的轴距更长、车身更宽、高度更低，运动性更强；②座舱方面，ES6 首次在扬声器上采用专属定制的声学面料，具备良好透音性；座椅采用兼顾柔软和支撑性，从表面包覆材料到座椅骨架层共计 9 层支撑，主副驾座椅标配 20 向调节，含悬浮式 4 向可调节头枕，女王座驾支持零重力座椅；首发搭载蔚来智能系统 Banyan2.0.0，增加加电路径规划、车机端“专属服务”应用；③动力方面，零百加速从上一代 5.6 秒提升至 4.5 秒；④智驾方面，标配 4 颗 Orin 芯片，增加激光雷达，7 月基于 BEV 的 NOP+ 正式版将提供服务，城区 NAD 近期将在上海开通小规模体验；

(2) 起售价降低 4.8 万元 (6 月 12 日降价后)：相较于 2022 款 ES6 起售价 38.6 万元，全新 ES6 起售价降 4.8 万元，与 2018 年发布的第一代 ES6 起售价 35.8 万元便宜 2 万元。降价主要由于电池成本下降所致，根据我们测算，碳酸锂降至 20 万元/吨，相比 22Q4，电池每 kWh 成本下降 282 元，ES6 提供 75kWh 和 100kWh 两种版本，可分别节省 21150 元和 28200 元；

(3) 上市即交付：此前蔚来产品发布到交付周期长，例如 ET7 在 2021 年 1 月发布，2022 年 3 月交付；ET5 发布于 2021 年 12 月，交付的时间是 2022 年 9 月。本次 ES6 上市即开启交付，大幅减少了意向用户等待时间，我们预计将减少有效订单的流失。

图表13：蔚来 ES6 竞标车型参数对比

	全新 ES6 23 款 75kWh	理想 L7 Max	宝马 iX3 2022 改款 创领型	奔驰 GLC 23 款 260L 4MATIC 动感型
价格 (万元)	33.8	37.98	44.5	42.78
长/宽/高/轴距 (mm)	4854/1995/1703/2915	5050/1995/1750/3005	4746/4891/1683/2864	4826/1890/1714/2977
智能座舱				
座椅材质	仿皮	真皮	仿皮	仿皮
前排通风按摩	可选	√	-	-
第二排座椅调节	靠背调节	靠背+腰部调节	靠背调节	-
手势控制	-	√	-	-
扬声器数量	23	21	16	7
HUD	√	√	√	-
动力及底盘				
动力形式	纯电	增程	纯电	汽油
CLTC 续航里程 (km)	490	210	535	-
快充时间 (小时)	换电	0.5	0.75	-
最大功率	360	330	210	150
百公里加速 (s)	4.5	5.3	6.8	8.2
空气悬架	-	√	-	-
辅助驾驶				
热泵空调	√	-	√	-
智驾芯片	1016TOPS 4 颗 Orin-X	508TOPS 双 Orin-X	-	-
摄像头数量	11	11	-	-
毫米波雷达数量	5	1	-	-
激光雷达数量	1	1	-	-
遥控泊车	√	-	-	-
匝道自动驶出 (入)	可选	-	-	-
远程召唤	√	√	-	-

资料来源：汽车之家、华泰研究

参照 ES6 上一代车型销量、主要竞品的定价、产品力、销量，综合考虑全新 ES6 的产品力升级、降价及交付周期变短等因素，我们初步预测全新 ES6 月度交付量有望达到 6000-7000 辆。

ES6 在智驾、座舱智能化及动力性上优于竞品，预期全新 ES6 月销量有望达 6000-7000 辆。ES6 的电车竞品有 Model Y、极氪 001、小鹏 G9、理想 L7、宝马 iX3 等，油车的竞品主要为奔驰 GLC、宝马 X3、奥迪 Q5 等。通过对比可知，ES6 在座舱芯片、智驾传感器、动力最大功率、扬声器数量、百公里加速时间等方面优于竞品。全新 ES6 基于 NT2.0 平台打造，产品性能较前代产品提升，配置接近 ES8（除了无空气悬架），降价后的 ES6 性价比提升，我们预测，全新 ES6 稳态月销量将超过 5000 辆，有望达 6000-7000 辆。

图表14：蔚来 ES6 及竞品销量

	2022 年销量 (辆)	官方定价 (万元)	经销商折扣后价格 (万元)	动力形式
蔚来 ES6 (第一代)	42,012	38.6-55.4	38.6-55.4	纯电
理想 L7	11,119 (2023 年 5 月销量)	31.98-37.98	31.98-37.98	增程
宝马 iX3	29,213	40.50-44.50	29.19-33.38	纯电
极氪 001	71,941	30.00-40.30	30.00-40.30	纯电
岚图 free	11,836	33.36-39.36	33.36-39.36	增程+纯电
宝马 X3	146,443	39.96-48.69	33.17-48.69	燃油
奔驰 GLC	150,000	40.63-53.13	34.12-53.13	燃油
奥迪 Q5L	141,073	39.68-48.88	32.18-38.18	燃油

资料来源：乘联会、汽车之家、华泰研究

小鹏 6 月推出扶摇架构下首款新车 G6，预售价 22.5 万元具备爆款潜力。G6 将搭载小鹏汽车在智能体系、动力补能和整车智造等领域的新技术。①**充电和续航方面**，G6 搭载了国内首个量产的全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台和 3C 电芯，可实现高达 755km 续航和充电 10 分钟最大续航 300km 的高效补能。②**智驾方面**，G6 率先搭载了智能辅助驾驶系统 XNGP，目前已开放上海、广州和深圳的城市 NGP 功能，标志着 XNGP 第一阶段的能力正式开放；并计划在今年下半年开放 XNGP 第二阶段的能力。③**制造平台方面**，G6 基于扶摇架构设计，前后底板采用了一体化压铸技术。④**外观设计和内饰方面**，小鹏 G6 全车采用 17 处低风阻设计，风阻系数低至 0.248Cd。内饰简约科技，致力于为年轻一代用户打造具备科技温度的智驾新物种。G6 加入了全新中控设计语言「矢量星环」、无风感智能空调、悦控方向盘和云感环保座椅等设计亮点。

图表15：小鹏 G6 竞品对比

	小鹏 G6 两驱版	Model Y 两驱版	宝马 iX3 2022 款 领先型	比亚迪护卫舰 07 2023 DM-i 100KM 豪华型
价格 (万元)	22.5 (预售)	26.39	40.5 (经销商参考 30.38 万)	20.28
最大功率 (kW)	218	194	286	102 (发动机) +145 (电动机)
长/宽/高/轴距 (mm)	4753/1920/1620/2890	4750/1921/1624/2890	4746/1891/1683/2864	4820/1920/1750/2820
电池	三元锂电池 (中创新航)	60kWh 磷酸铁锂 (宁德时代)	80kWh 三元锂电池 (华晨宝马)	18.3kWh 磷酸铁锂 (弗迪)
800V 快充	有	无	无	无
快充时间	10min 充电 300km 续航	1h	0.75h	0.37h (电池小)
一体化压铸	前地板+后地板一体化压铸	后地板一体化压铸	无	无
车载系统	Xmart OS 4.0 智能车载系统，支持全场景语音 2.0 功能，实现四音区识别、毫秒级响应	流畅	支持语音交互	Dlink
智能驾驶	XNGP (轻地图方案，国内率先量产)	Autopilot 自动辅助驾驶	自动驾驶辅助系统 Pro	DiPilot 智能驾驶辅助系统

资料来源：汽车之家、华泰研究

小鹏 G6 对标 Model Y、宝马 iX3、比亚迪护卫舰 07 等车型，在快充、智驾、一体化压铸、语音交互等方面具备优势。对标主要新能源竞品，以及主要燃油竞品的销量表现，结合小鹏 G6 的产品性能、品牌力等综合因素考虑。我们预计，小鹏 G6 在起售价 22.5 万元的基础上，具备成为爆款车型潜质，销量或能达到 5000-10000 辆/月。

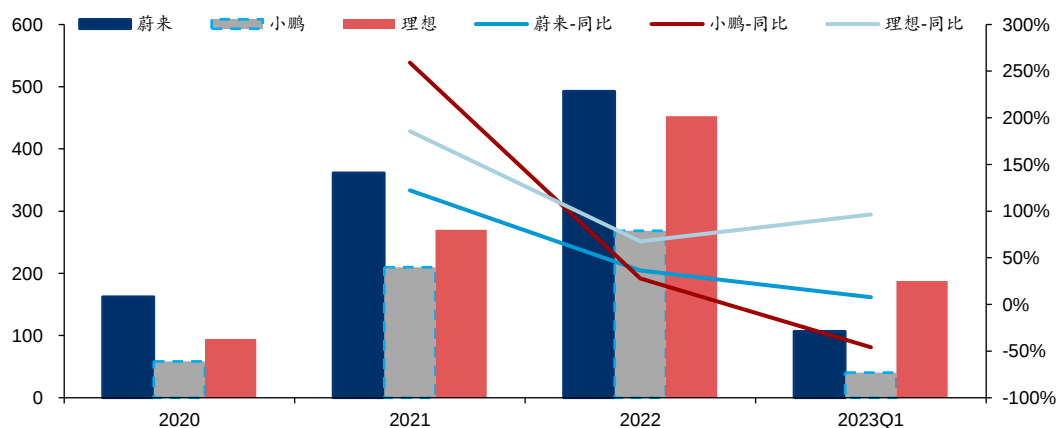
图表16：小鹏 G6 竞品销量（单位：辆，万元）

	2022 年销量(辆)	官方定价 (万元)	经销商折扣后价格 (万元)	动力形式
ModelY	455,091	26.39-36.39	26.39-36.39	纯电
比亚迪护卫舰 07	10,003 (2023 年 4 月)	20.28-28.98	20.28-28.98	插电混动
宝马 iX3	29,213	40.5-44.5	30.38-33.38	纯电
RAV4	171,268	17.58-26.38	14.58-23.08	燃油
昂科威	172,479	20.99-30.99	16.49-25.49	燃油

资料来源：乘联会、汽车之家、华泰研究

从 23 年车型节奏判断，理想汽车收入有望超过蔚来、小鹏。2020-2022 年，蔚来、小鹏、理想营业收入快速增长，从 2020 年 163/58/95 亿元，提升至 2022 年 493/269/453 亿元，年复合增速 74%/114%/119%。2022 年，蔚来、小鹏、理想收入增速有所下滑，分别降至 36%/28%/68%。2023 年 1-5 月，蔚小理销量分别为 4.4/3.3/10.7 万辆，我们预计全年销量分别为 19.7/15.3/28.0 万辆。我们预测，2023 年蔚小理汽车业务收入分别为 664/357/927 亿元，理想营收有望超过蔚来。

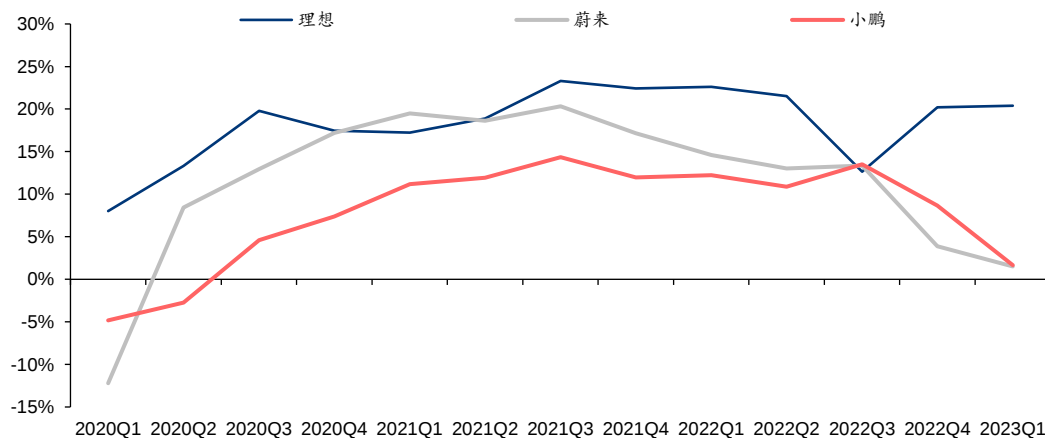
图表17：2020-2023Q1 蔚来、理想、小鹏营业收入（单位：亿元）



资料来源：乘联会、Wind、华泰研究

毛利率与销量、新车型周期、成本控制相关。20Q1 理想、蔚来、小鹏销量分别为 2896/3838/1419 辆，毛利率分别为 8.02%/-12.21%/-4.82%，受规模不经济效应的影响，毛利率呈现较低水平。销量增加对毛利率提振作用明显，22Q4 三家公司销量分别为 4.63/4.01/2.22 万辆，对应毛利率分别为 20.21%/3.87%/8.66%，比 20Q1 毛利率分别提升 12.19pct/16.08pct/13.48pct。23Q1，受新车型周期影响，蔚来和小鹏毛利率下滑至 1%-2%，理想在 L7/L8 新车交付带动下，毛利率维持 20%左右。

图表18：2020Q1-2023Q1 理想、蔚来、小鹏的毛利率情况



资料来源：Wind、华泰研究

(1) 理想交付量领先、成本控制有优势，预计 23 年毛利率稳定在 20%左右：2022Q3 公司开启交付 L9，且在准备 L8 产品上市，同时理想 ONE 相关的存货准备金及采购承诺损失增多，导致 2022Q3 毛利率下滑 8.86pct 至 12.65%；2022Q4 随 L9 和 L8 交付量增多，毛利率回升至 20.21%，2023Q1 随 L7 开启交付，公司交付量提升至 5.26 万辆，毛利率提升至 20.39%。在产品量级相近的情况下，理想的毛利率显著高于蔚来、小鹏，除成本归集因素外，理想在零部件采购层面，选用了优质国产供应商替代，例如在智驾芯片上采用地平线、芯驰，空气悬架采用孔辉和保隆科技等，成本控制相比友商更有优势，通过平台化设计推出 L9、L8、L7 系列车型，降本效果较好。公司在 23Q1 业绩会上预期，23 年理想的毛利率有望维持 20%；

(2) 蔚来当前处于全系新品切换阶段，预计 23Q4 汽车业务毛利率回升至 15%以上：2020Q3-2022Q3，公司产品单价高，在季度交付量超 1.2 万辆时，毛利率高于 10%。2022 年以来，由于蔚来电池带电量高，普遍在 75-100kWh，相比于理想汽车，受上游电池原材料涨价影响更大，公司 22Q4 毛利率回落至 3.9%，23Q1 受平台切换影响，公司销量下滑，毛利率下探至 1.52%。公司预计，随 2023 年全系产品切换 NT2.0 平台，新车交付量上升，月销有望达到 2 万辆以上，汽车业务毛利率有望回到 15%以上；

(3) 小鹏新产品 P7i 及 G6 有望提升公司季度交付量，预计 23 年毛利率持续改善。小鹏在 2020-2021 年完成重磅产品 P7 的量产爬坡，在 2021Q3 毛利率提升至 14.4%。2022 年受电池、芯片原材料涨价、季度交付量环比下滑、促销活动增多等影响，2022Q4 公司毛利率下滑至 8.7%，23Q1 公司处于新产品切换期，销量下滑导致毛利率降至 1.66%。展望 23 年，公司发布 P7i 及 G6 等新品，有望提升公司季度交付量，叠加电池降价，公司在 23Q1 业绩会上预期，假设月销量 2 万辆，可实现经营性现金流转正。

图表19：蔚来、理想、小鹏关键零部件供应商对比

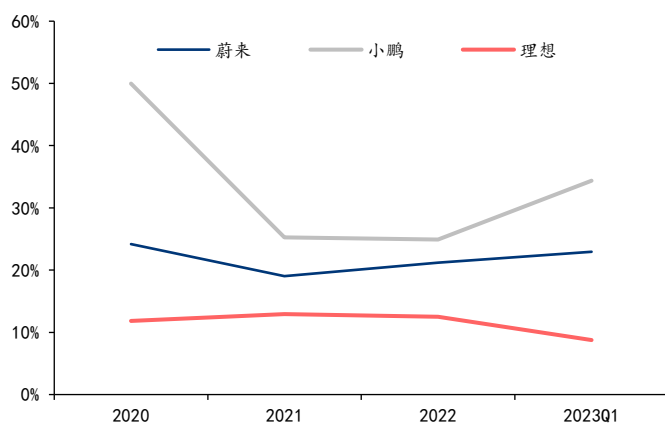
	理想 L8	蔚来 ET7	小鹏 G9
电池	宁德时代、欣旺达	电池包：正力蔚来 电芯：宁德时代/国轩高科	电池包：智鹏制造 电芯：宁德时代
带电量	42.8kWh	75-100kWh	78-98kWh
驱动电机	前电机：蜂巢传动 后电机：联合电子	蔚然动力	电机：智鹏制造
刹车系统	伯特利	布雷博+博世	布雷博+采埃孚
空气悬架	孔辉和保隆	保隆科技(ET7) 大陆（第一代 ES6）	威巴克（空气弹簧）&德国 Bilstein （CDC 可调减震器）&美国威伯科（供气单元）
激光雷达	禾赛	图达通	速腾聚创（G9） Livox（P5）
毫米波雷达		博世（第一代 ES6）	博世（P5）
智驾芯片	地平线、芯驰、英伟达	英伟达	英伟达
压力、温度传感器	凯晟动力、上海感先		森萨塔
摄像头	佑驾创新	德赛西威	德赛西威（G9）
HUD	未来黑科技	泽景	-
音响	上声电子	上声电子	18 个丹拿原厂 Confidence 高级 音响，辅以小鹏的 10 个声学单元
座椅	富晟（取自 L9）	重庆延锋安道拓（第一代 ES6）	重庆安道拓（P5）

资料来源：盖世汽车、NE 时代、第一电动、华泰研究

三费方面存在继续优化的空间，理想的销售、管理和财务费用率情况较好。20 年蔚小理销售+管理费用率分别为 24.2%/50%/11.8%，22 年分别为 21.2%/24.9%/12.5%，分别降低 3pct/25.1pct/-0.7pct，23Q1 分别为 22.9%/34.4%/8.8%；理想销售和管理费用率稳定且低于小鹏、蔚来，20-22 年平均 12.4%，23Q1 降低至 8.8%；小鹏销售+管理费用率降幅大于蔚来、理想，得益于交付量从 3.63 万辆提升至 12.08 万辆；23Q1 由于交付量减少，蔚来、小鹏的销售和管理费用率增加。

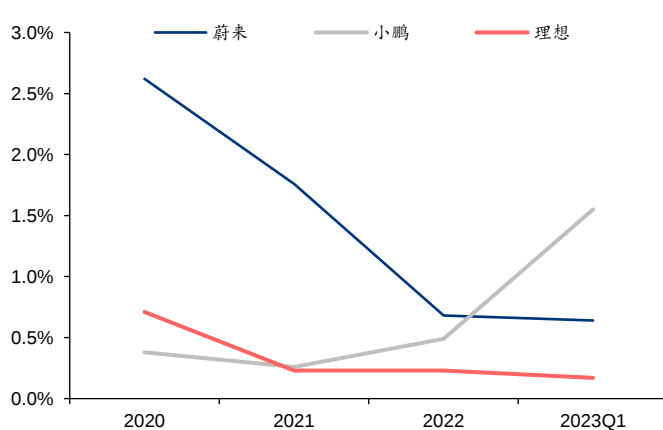
从渠道数量及单店销售台数来看，22 年蔚小理门店平均销量 350/317/416 台，理想门店运营效率高于小鹏和蔚来。销售人员方面，22 年蔚小理销售人员和平均薪酬分别为 11983/6316/9199 人和 38/50/31 万元，蔚来销售人数高于理想、小鹏，小鹏单人工资高于蔚来、理想，存在优化空间。财务费用方面，20 和 23Q1 蔚小理财务费用率分别为 2.6%/0.4%/0.7%和 0.6%/1.6%/0.2%，均已降至较低水平。

图表20：2020-2023Q1 蔚来、理想、小鹏销售+管理费用率



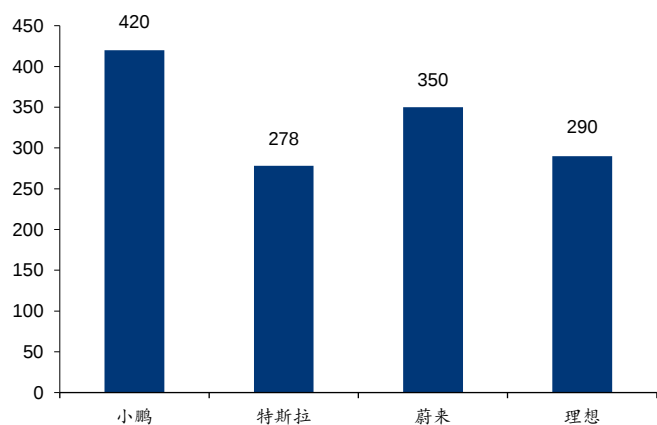
资料来源：Wind、华泰研究

图表21：2020-2023Q1 蔚来、理想、小鹏财务费用率



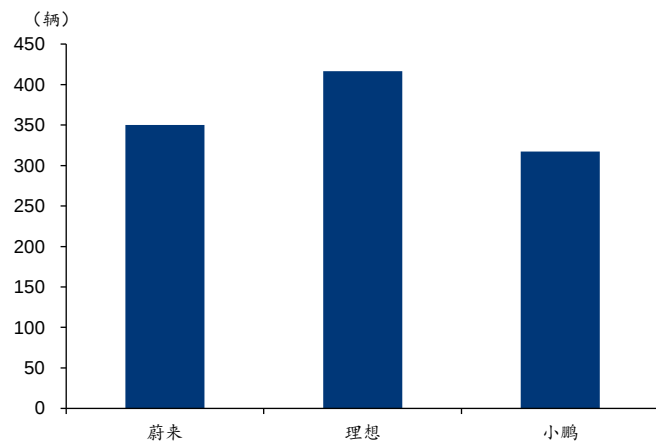
资料来源：Wind、华泰研究

图表22：2022 年底蔚来、理想、小鹏门店情况（单位：家数）



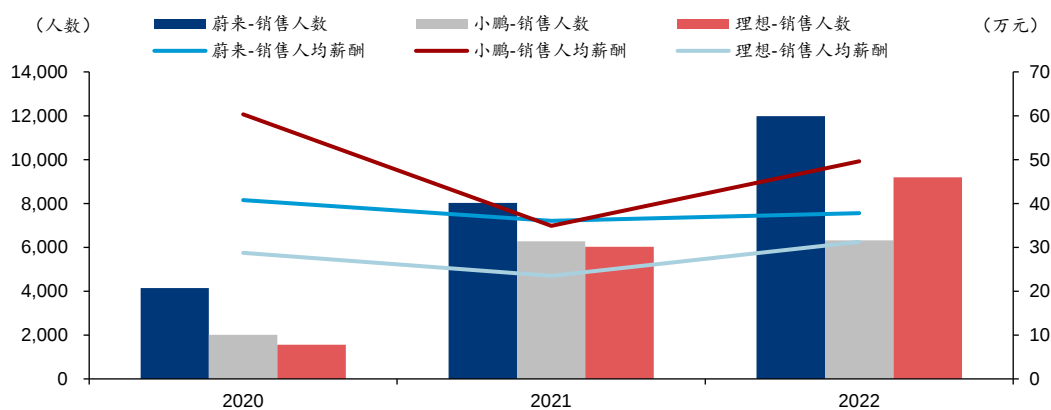
资料来源：iFind、华泰研究

图表23：2022 年蔚来、理想、小鹏单店平均销售台数



资料来源：乘联会、iFind、华泰研究

图表24：2020-2022 年理想、蔚来、小鹏的销售人员数量及销售人均薪酬

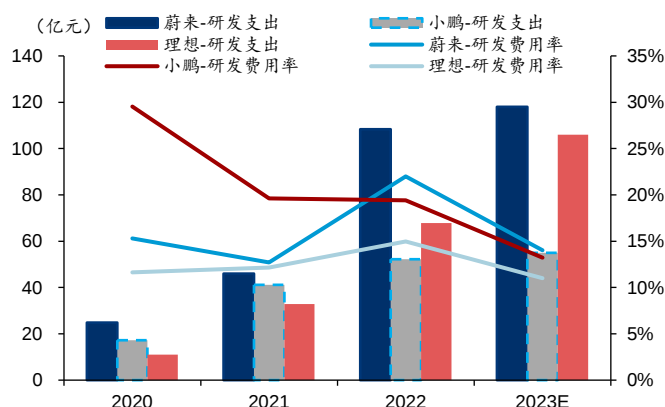


资料来源：Wind、华泰研究

新产品、智驾相关的研发投入增大，净利润持续承压

蔚来的研发支出金额高于小鹏、理想，但 23 年理想公司预计研发支出增速 56%。20 和 22 年，蔚小理研发支出分别为 25/17/11 和 108/52/68 亿元，费用率分别为 15.3%/29.5%/11.6% 和 22.0%/19.4%/15.0%。其研发人员数量及研发人均年薪分别为 10025/6313/4838 人和 67/49/79 万元。根据公司业绩指引，我们预测 23 年蔚小理研发支出分别 118/55/106 亿元，理想研发支出增幅高达 38 亿元，同比增加 56%，主要由于公司发布“电能+智能”双能战略，投入纯电车型研发及智能驾驶研发导致费用增加。

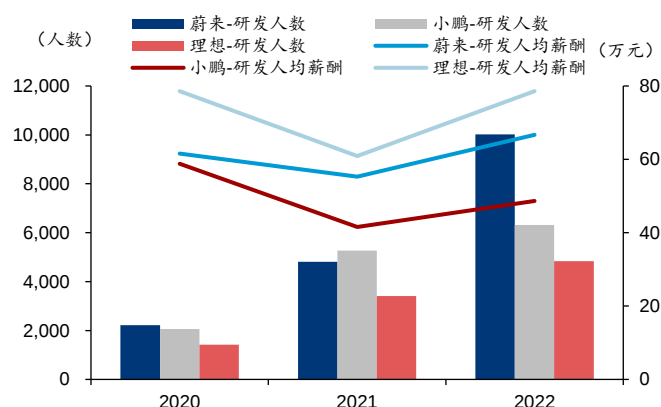
图表25：2020-2023E 蔚来、理想、小鹏研发支出及研发费用率



注：23年为华泰研究预测值

资料来源：Wind、华泰研究预测

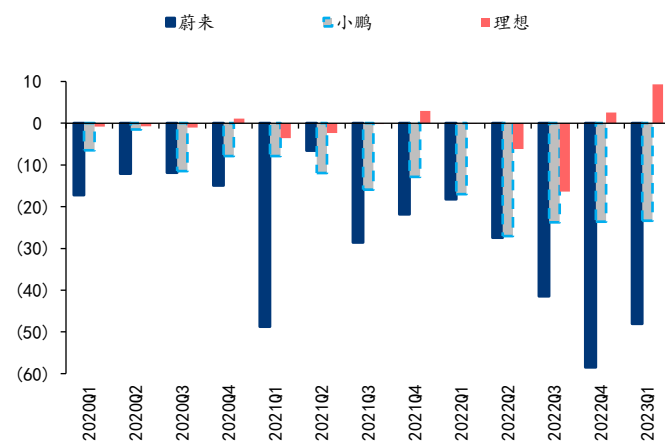
图表26：2020-2022 年蔚来、理想、小鹏研发人数及平均薪酬



资料来源：Wind、公司年报、华泰研究

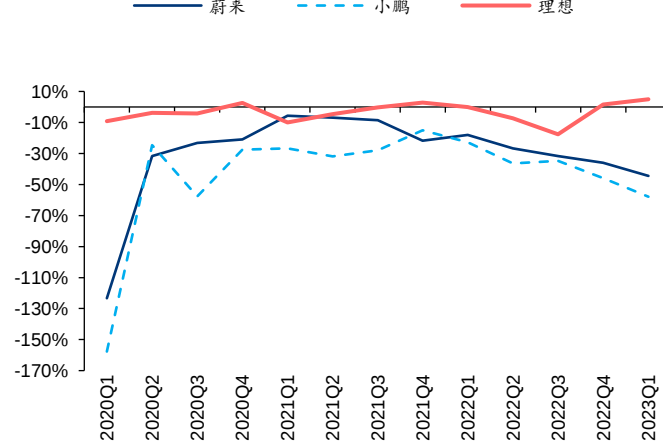
理想净利润和净利率优于蔚来和小鹏。20Q1-23Q1 期间，理想在 20Q4、21Q4、22Q4、23Q1 净利润及净利率为正，其中，23Q1 理想实现净利润 9.3 亿元，净利率 5.0%，净利润及净利率达到历史新高。蔚来和小鹏由于更高的研发费用率、更高的销售+管理费用率，导致净利润和净利率低于理想，23Q1 蔚来净利润和净利率分别为-48.0 亿元和-44.4%，23Q1 小鹏净利润和净利率分别为-23.4 亿元和-57.9%。

图表27：2020Q1-2023Q1 蔚来、理想、小鹏净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind、华泰研究

图表28：2020Q1-2023Q1 蔚来、理想、小鹏净利率

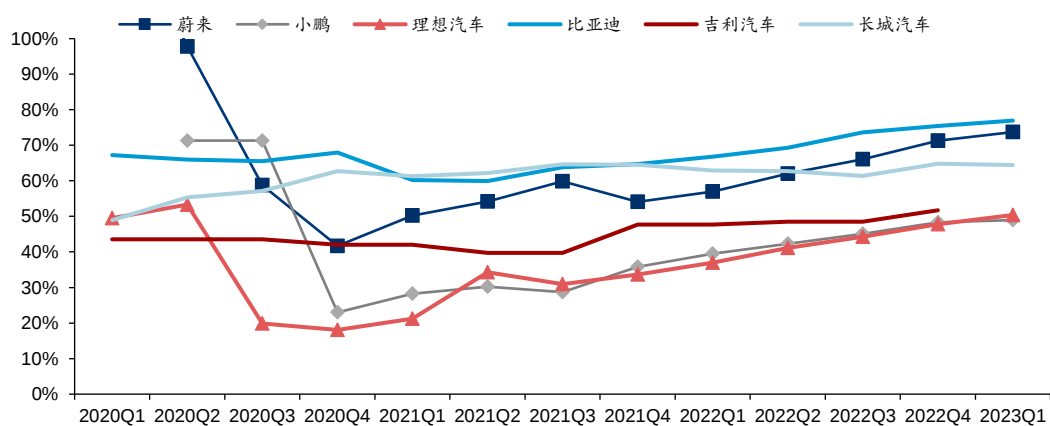


资料来源：Wind、华泰研究

偿债能力均处于合理范围，经营性现金流状况出现分化

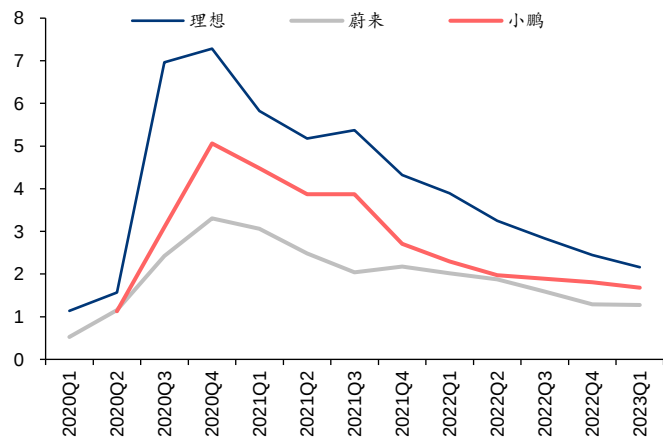
理想的短期和长期偿债能力好于蔚来、小鹏。23Q1 蔚来、小鹏、理想、比亚迪、长城的资产负债率分别为 73.7%/48.9%/50.4%/75%/65%，相比之下，蔚小理的资产负债率均处于正常区间，其中蔚来资产负债率偏高，长期偿债能力弱于理想和小鹏。从短期偿债能力来看，23Q1 蔚来、小鹏和理想的流动比率和速动比率分别为 1.28/1.12、1.68/1.49 和 2.16/1.98，较上市初期有所回落，但仍处于合理范围。

图表29：2020Q1-2023Q1 蔚来、理想、小鹏、比亚迪、长城、吉利的资产负债率



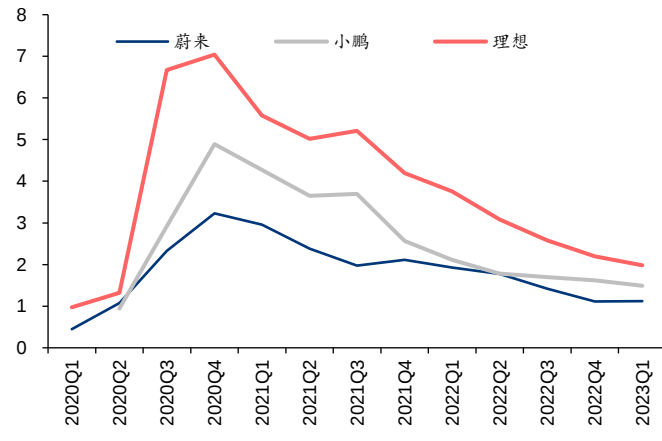
资料来源：Wind、华泰研究

图表30：2020Q1-2023Q1 蔚来、理想、小鹏流动比率



资料来源：Wind、华泰研究

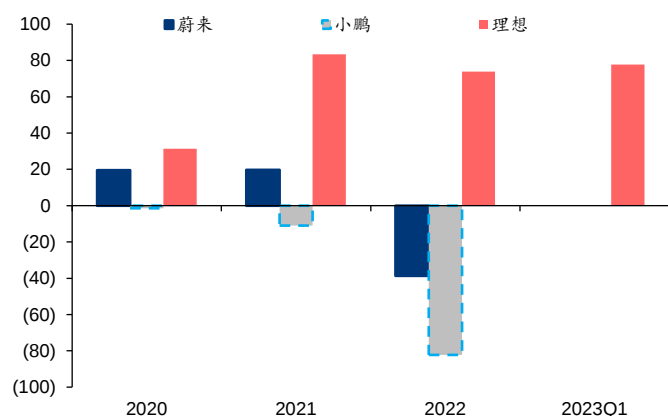
图表31：2020Q1-2023Q1 蔚来、理想、小鹏速动比率



资料来源：Wind、华泰研究

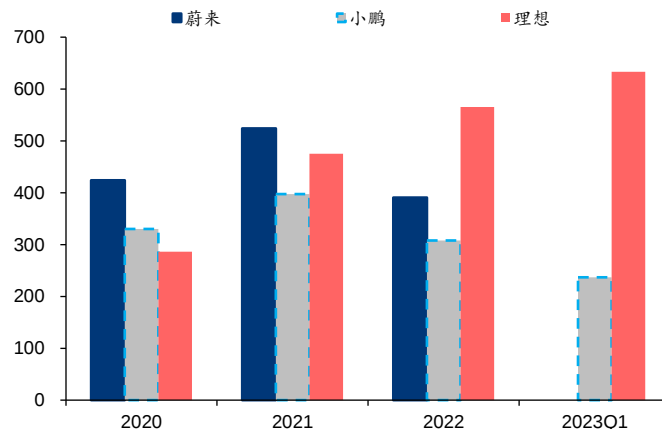
理想的经营性现金流和现金及现金等价物余额状况好于蔚来、小鹏。2020 和 2022 年，蔚来、小鹏、理想的经营性现金流分别为 19.51/-1.4/31.4 亿元和-38.66/-82.32/73.8 亿元，理想的经营性现金流始终保持为正，蔚来在 2022 年受电池价格上涨、销量和毛利率下滑等因素影响，经营现金流转负。小鹏由于销售及管理费用和研发支出增加，导致净利润大幅下滑，2022 年经营性现金流为负。现金及其等价物方面，蔚来、小鹏和理想的在手现金情况充足，截至 2022 年末，蔚来、小鹏和理想的在手现金及其等价物（包含货币资金、短期银行存款、短期投资）分别为 391/308/565 亿元。理想的在手现金充足，截至 23Q1 为 633 亿元。23Q1 小鹏在手现金余额 237 亿元，低于理想，但公司预期 23 年资本支出将大幅下降，研发费用和销售管理费用也将实现减少，现金流及在手现金状况有望改善。

图表32: 2020-2023Q1 蔚来、理想、小鹏经营净现金流 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、华泰研究

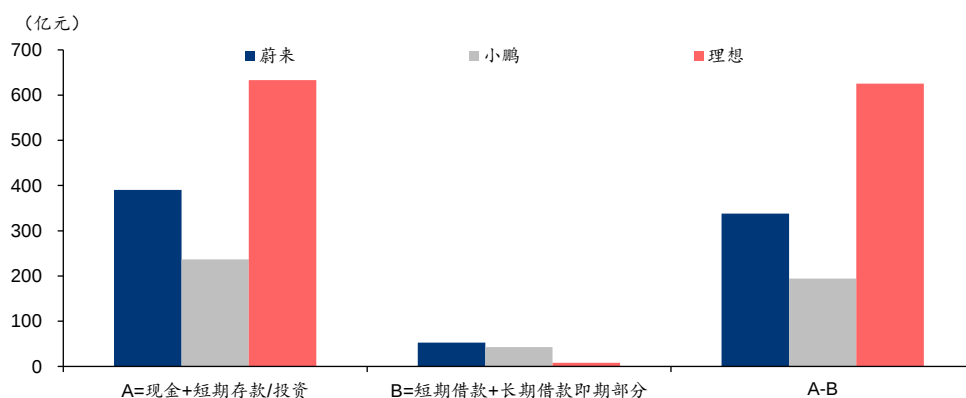
图表33: 2020-2023Q1 蔚小理期末现金及等价物余额 (单位: 亿元)



注: 现金及等价物余额包括货币资金、短期银行存款、短期投资
 资料来源: Wind、华泰研究

理想的短期偿债压力小于蔚来、小鹏。为衡量短期偿债压力,我们以“现金+短期存款/短期投资”为“A”,“短期借款+长期借款即期部分”为“B”,则“A-B”可衡量公司的短期偿债的绝对值,当前蔚来、小鹏、理想的“A-B”值分别为338/194/625亿元,理想短期偿债的绝对金额高。我们以“(A-B)/B”来衡量其相对偿债能力,蔚来、小鹏、理想分别为6.4/4.5/75.5,理想的相对偿债能力也强,这得益于公司经营性净现金流转正。

图表34: 蔚来、小鹏、理想短期偿债能力对比



注: 蔚来数据来源为22年报,小鹏和理想数据来源为23年1季报
 资料来源: Wind、华泰研究

投资建议与风险提示

投资建议

当前蔚小理需不断推出有竞争力的车型，快速提升销量。蔚来 5 月换代 ES6 已上市交付，6 月已上市 ET5 旅行版，即将量产交付的全新 ES8、EC7、换代 EC6，预计近期 8 款车型全部切换至 NT2.0 新平台，公司预计全系车型可支持月销 2 万辆以上目标；小鹏 6 月 9 日预售扶摇架构首款车型 G6，22.5 万元起售，有望成为热销爆款车型，公司预期 23Q3 月交付 1.5 万辆，23Q4 月交付 2 万辆；理想已发布 L7 和 L8，并完成产品爬坡，公司预计年内单月交付量有望达到 4 万辆。

提高单店的运营效率和控制产业链成本也迫在眉睫。22 年，蔚小理门店平均销量 350/317/416 台，理想门店运营效率蔚来、小鹏，小鹏通过渠道变革、提高授权比例来控制成本，蔚来通过换电站无人值守来提升运营效率。产业链成本一方面是平台化，另一方面是加大零部件的国产化替代。蔚来全系产品切换 NT2.0 平台，小鹏 G6 切换扶摇架构，理想推出增程平台“L”系列产品及后续的高压纯电平台“E”系列产品，平台化造车成本将持续优化。在零部件采购层面，理想选用了优质国产供应商替代，例如在智驾芯片上采用地平线、芯驰，空气悬架采用孔辉和保隆科技等，成本控制相比友商更有优势。

费用率角度，三家持续投入，尤其体现在研发费用，加大对纯电车型及智能驾驶领域的前瞻布局。22 年，蔚小理研发支出分别为 108/52/68 亿元，蔚来的研发支出金额高于小鹏、理想。结合各公司业绩指引，我们预测 23 年蔚小理研发支出分别 118/55/106 亿元，理想研发支出增幅高达 38 亿元，同比增加 56%，主要由于公司发布“电能+智能”双能战略，投入纯电车型研发及智能驾驶研发导致费用增加。

从短期及长期偿债能力、经营现金流及现金等价物余额看，理想的财务压力小于蔚来和小鹏。我们看好 23 年财务状况更稳健的造车新势力，推荐理想汽车，关注小鹏汽车、蔚来汽车。

理想汽车-W (2015 HK, 买入, 目标价 164.31 港币)

理想是自主造车新势力，23Q1 占 20 万以上新能源车市场销量 11%。公司定位家庭出行，L8 和 L7 新品已完成量产爬坡，公司预计 Q4 发布纯电 MPV 车型 MEGA，到 25 年形成“一款旗舰车型+5 款增程+5 款纯电”产品布局，预计 23-25 年总销量分别为 28/42/58 万辆。我们预计 23-25 年收入分别为 963/1426/1918 亿元，归母净利分别为 30.5/90.2/178.7 亿元。我们采用可比公司估值法，给予公司 3.3x 2023E PS，与可比公司平均估值一致，目标价为 164.31 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：消费需求弱，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期等。

小鹏汽车-W (9868 HK, 买入, 目标价 55.01 港币)

小鹏品牌定位智能化，XNGP 智驾技术业内领先，6 月发布扶摇架构首款车型 G6，起售价 22.5 万元有望热销，成为公司销量拐点。2025 年前，公司将推出 10 款新车，预计销量和收入步入高增长赛道。我们预计公司 23-25 年销量分别为 15.3/27.5/37.5 万辆，营收分别为 376/703/961 亿元，毛利率分别为 14.4%/15.7%/17.3%，净利润预测为 -75/-46/-7 亿元。我们采用可比公司估值，由于重磅产品 G6 即将上市，销量即将快速增长，给予小鹏目标价 55.01 港币，比可比公司平均 1.8x 2023E PS 高 0.5x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：消费需求弱，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期等。

蔚来-N (NIO US, 买入, 目标价 12.22 美元)

蔚来定位新能源豪华车市场, 22 年 40 万以上纯电市场占有率 74%。公司产品全系切换 NT2.0 平台, 产品体系竞争力全面提升, 我们预计公司 23-25 年总销量分别为 19.7/28.4/40.4 万辆, 营业收入分别为 726/984/1269 亿元, 研发支出增加、服务网络铺设等费用增多, 净利润预测为-100/-54/7 亿元。我们采用可比公司估值法, 参照理想汽车 (LI US) 和小鹏汽车 (XPEV US)、比亚迪股份 (1211 HK), 给予蔚来目标价 12.22 美元, 与可比公司平均的 2.0x 2023E PS 持平, 首次覆盖给予 "买入" 评级。

风险提示: 电动车需求增长不及预期; 智能化配置用户需求不及预期等。

图表35: 公司估值表

股票代码	公司名称	股价	目标价	市值	EPS (元)				PE (倍)			
		(当地货币 元)	(当地货币 元)		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
9868 HK	小鹏汽车-W	44.75	55.01	952	(5.29)	(4.39)	(2.65)	(0.39)	(5.65)	(8.98)	(14.86)	(101.56)
2015 HK	理想汽车-W	138.00	164.31	2877	(0.97)	1.46	4.33	8.57	(130.98)	85.54	28.92	14.61
NIO US	蔚来	9.34	12.22	157	(8.56)	(6.14)	(3.31)	0.46	(0.17)	(0.24)	(0.44)	3.21

注: 数据截至 6 月 28 日收盘, EPS 数据为华泰预测

资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

- 1) 新冠疫情反复。**若新冠疫情反复, 影响正常居民出行及消费活动, 居民收入减少, 导致汽车购买力减弱, 行业销量不及预期。
- 2) 宏观经济下行, 消费需求不及预期。**汽车本质上是消费品, 于宏观经济发展强相关, 若宏观经济下行或增长不及预期, 则会影响消费信心和消费需求, 从而引发购车观望情绪。
- 3) 供应链短缺。**汽车产业供应链长, 从电池、电机、电控等零部件, 及其上游原材料和元器件, 如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程出现问题, 断供导致整体乘用车销量不及预期。

图表36: 报告提及公司上市信息一览

公司	上市代码	公司	上市代码
特斯拉	TSLA US	理想汽车	LI US
蔚来-SW	9866 HK	保时捷	P911 DF
小鹏汽车	XPEV US	大众汽车	VOW DF

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

销量创新高，城市 NOA 布局加速

华泰研究

2023 年 6 月 30 日 | 中国香港

首次覆盖

乘用车

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

164.31

研究员

宋亭亭

SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 + (86) 21 2897 2228

联系人

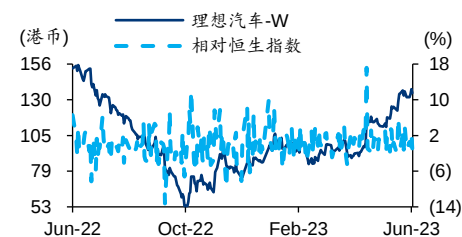
陈诗慧

SAC No. S0570122070128 chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466 + (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	164.31
收盘价(港币 截至 6 月 29 日)	135.10
市值(港币百万)	281,626
6 个月平均日成交额(港币百万)	796.10
52 周价格范围(港币)	52.05-162.00
BVPS(人民币)	22.21

股价走势图



资料来源: S&P

23 年有望率先盈利的自主造车新势力，给予 H 股“买入”评级

理想是自主造车新势力，23Q1 占 20 万以上新能源车市场销量 11%。公司定位家庭出行，L8 和 L7 新品已完成量产爬坡，公司预计 Q4 发布纯电 MPV 车型 MEGA，到 25 年形成“一款旗舰车型+5 款增程+5 款纯电”产品布局，预计 23-25 年总销量分别为 28/42/58 万辆。我们预计 23-25 年收入分别为 963/1426/1918 亿元，归母净利润分别为 30.5/90.2/178.7 亿元。我们采用可比公司估值法，给予公司 3.3x 2023E PS，与可比公司平均估值一致，目标价为 164.31 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

满足家庭出行需求的品牌定位清晰，预期 Q2 销量及收入同比高增长

公司坚持家庭用车场景，使消费者将品牌与家用、大空间、长续航+智能体验等关键词深度绑定，品牌认知持续加强。公司经营理念清晰，构建大产品的经营模式和飞轮效应，追求产品安全、产品价值及产品向往感，并关注毛利率、技术和交付能力。L9/8/7 三款 L 系列增程大五座/六座 SUV 订单和交付量持续增加，1-5 月，公司累计交付新车 10.7 万辆，公司预期 Q2 交付 7.6-8.1 万辆，6 月交付或将突破 3 万辆，Q2 在 20 万以上新能源车市场占有率有望提升至 13%。

23Q1 净利润同比扭亏，20 年以来经营现金净额持续为正，财务表现稳健

收入增长迅速，20-22 年营收从 94.6 亿快速增长至 452.87 亿，年复合增长率 118.8%，2023Q1 实现收入 187.9 亿，同比+96.5%，环比+46.1%。21 年以来，公司销售毛利率稳定在 20%左右。20 年以来，费用控制良好，销售和管理费用率合计稳定在 11-13%，由于新车研发持续投入，22 年研发费用率增至 14.97%，23Q1 季度交付量历史最高，净利润同比转正，达到 9.3 亿元。经营性现金流 2020 年以来持续为正，2023Q1 经营现金流净额 77.8 亿，在手自由现金流 67 亿，自身造血能力强，有充足资金用于规模扩张。

城市 NOA 内测上线持续带来用户高价值体验，产能和渠道准备充足

公司自研智能驾驶系统，当前已实现高速 NOA 导航辅助驾驶系统 2.0，6 月 17 日推送内测用户城市 NOA 导航辅助驾驶系统 AD Max 3.0，公司预计到年底将覆盖超过 100 个城市，且保证系统服务终身免费。公司持续 OTA 更新迭代智能座舱，致力于为用户提供极致的智能化体验。当前公司常州产线 30 万产能可满足 23 年交付，24 年北京纯电工厂 10 万辆/年产能投产，为纯电产品交付前瞻布局。截至 4 月 30 日，理想已在全国布局 302 家零售中心，覆盖 123 家城市，公司逐步启动流程升级，从大区管理方式变为按省份进行精细化管理，精细化运营，增加三四线城市下沉市场覆盖度。

风险提示：消费需求弱，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	27,010	45,287	96,318	142,578	191,793
+/-%	185.62	67.67	112.68	48.03	34.52
归属母公司净利润(人民币百万)	(321.46)	(2,032)	3,051	9,024	17,865
+/-%	NA	NA	NA	195.76	97.98
EPS(人民币，最新摊薄)	(0.16)	(0.97)	1.46	4.33	8.57
ROE(%)	(0.91)	(4.73)	6.71	17.84	27.91
PE(倍)	(795.42)	(128.23)	84.57	28.59	14.44
PB(倍)	6.23	5.75	5.60	4.68	3.54
EV EBITDA(倍)	1,787	(1,432)	36.40	16.38	8.59

资料来源：公司公告、华泰研究预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

专注家庭出行场景，L 系列产品在 20 万以上 SUV 市场市占率领先

理想汽车致力于“创造移动的家，创造幸福的家”，理想从首款产品发布即有清晰定位，使消费者将品牌与家用、大空间、长续航+智能体验等关键词深度绑定，同时良好的用户使用体验促成口碑提升，品牌认知持续加强。当前旗下产品均为增程式 SUV 车型，为用户提供智能、舒适、安全的产品，18 年发布首款产品理想 ONE，19 年底理想 ONE 量产，22 年 6 月发布为家庭打造的全球智能旗舰 SUV L9，9 月理想 L8 正式上市，23 年 2 月 L7 正式发布，均定位 30 万以上 SUV 市场，公司在 2023 年第一季度 20 万以上新能源车市场销量的市占率 11%。23 年 5 月实现单月最高销量 28277 辆。其中 L7 为大五座 SUV，上市后受市场追捧，23 年 5 月销量 11119 辆。

收入增速较快，2020 年以来现金流持续为正，盈利能力较强

- ① **营收**: 2020-2022 年, 公司营收从 94.6 亿快速增长至 452.87 亿, 年复合增长率 118.8%, 2023Q1 实现收入 187.9 亿, 同比+96.5%, 环比+46.1%。
- ② **毛利率**: 理想的毛利率水平领先蔚来和小鹏, 23Q1 净利润同比转正。21 年以来, 公司销售毛利率稳定在 20% 左右, 因车型种类增加 L7 和 L8, 交付车型数量增多, 导致平均车辆成本增加, 23Q1 毛利率同比下降 2.24pct。
- ③ **三费&净利率**: 22 年研发费用率 14.97%, 同比增加 3.34pct, 系开发造车新平台所致。公司费用控制良好, 20 年以来, 销售和管理费用率之和稳定在 11-13% 之间, 预计随着销售服务网络优化和运营效率的提升, 管理和销售费用率将有所降低。22 年受研发费用率增加影响, 净利率下滑 3.3pct 至 -4.49%, 23Q1 季度交付量历史最高, 净利润同比转正, 达到 9.3 亿元, 净利率提升至 4.97%。
- ④ **经营净现金流**: 2020 年以来, 公司经营净现金流持续为正, 随 L7 和 L8 销量爬坡, 23Q1 实现经营活动现金流量 77.8 亿, 已超过 22 年全年数额, 在手自由现金流 67 亿, 两轮上市筹资及较强的造血能力保证公司有充足资金用于规模扩张, 预计产品线持续丰富、北京新工厂后续量产, 为公司中长期成长提供可靠的产品、产能保障。

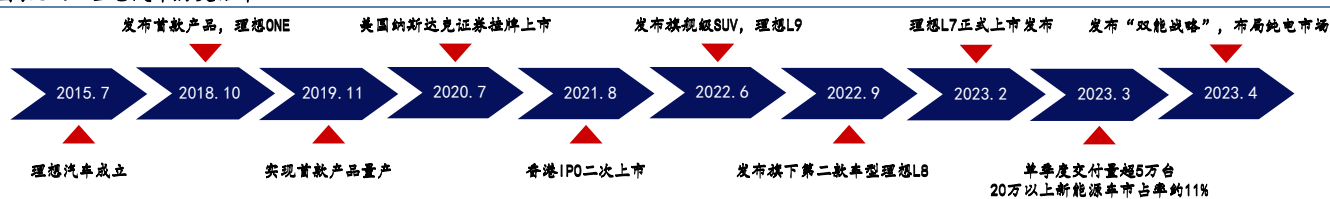
区别于市场的观点: 市场认为理想纯电布局及城区 NOA 进展稍慢, 我们看好公司城区 NOA 落地进展及电动产品推出节奏

公司预期, 首款高压纯电产品将于 24 年量产, 我们认为, 技术并非制约纯电车型推出的关键, 增程和纯电车型技术共用具备可行性。公司综合考虑了竞争策略、充电体验、电池成本等多因素, 在 24 年有望量产纯电车型, 基于此前 4 款车型的爆款经验, 我们认为, 公司纯电车型有望复刻理想 ONE/L9/L8/L7 爆款销量的走势。到 2025 年, 公司将形成“一款旗舰车型+5 款增程+5 款纯电”的产品布局, 增程和纯电路线并行, 后续公司在高压纯电车型的研发费用预计增加, 我们预计 23-25 年研发费用率 11.0/9.0%/7.3%, 对应 106/128/140 亿元。公司于 6 月已开启城区 NOA 内测, 预计到年底覆盖 100 座城市。基于 23 年理想在新势力品牌的销量优势, 公司或有望通过更快的 OTA 迭代实现多个城市的城区 NOA 落地。

自主造车新势力领先车企

自主造车新势力领先车企，L 系列产品在 20 万以上 SUV 市场市占率领先。理想汽车成立于 2015 年，致力于“创造移动的家，创造幸福的家”，旗下产品均为增程式 SUV 车型，为用户提供智能、舒适、安全的产品，2018 年发布首款产品理想 ONE，19 年底理想 ONE 量产。公司于 2020 年在美国纳斯达克上市，次年于香港二次上市融资。2022 年起加速拓宽产品矩阵，6 月发布为家庭打造的全球智能旗舰 SUV L9，9 月理想 L8 正式上市，23 年 2 月 L7 正式发布，均定位 30 万以上 SUV 市场，公司在 2023 年第一季度 20 万以上新能源车市场销量的市占率 11%。

图表37：理想汽车历史沿革



资料来源：公司公告、华泰研究

公司产品定位清晰，面向 20 万以上家庭用户的需求市场。公司成立初期仅有理想 ONE 一款产品，22 年推出 L 系列 L9/L8 两款产品，23 年推出 L7 一款产品，丰富了产品矩阵，当前旗下三款车在售，均为增程式 SUV，覆盖 31.98-45.98 万价格区间，家用场景为目标的用户画像清晰。理想 L9 为旗舰级大型 SUV，仅有 MAX 版本，全系旗舰配置。理想 L8 为理想 ONE 的垂直替代车型，L7 为五座版本，车身尺寸相比 L8 略小。L 系列采用“星环”家族式设计语言，贯穿式大灯凸显豪华感，此外三款产品多个零部件可通用，有效加速新车型推出周期。2023Q1 公司交付量 52584 台，同比+65.8%，在 30 万元以上汽车市场占有率达 9%。公司规划到 2025 年形成“一款旗舰车型+5 款增程+5 款纯电”的产品布局，公司预计今年 Q4 将推出首款纯电 MPV 车型 MEGA，预期 24 年开启交付。

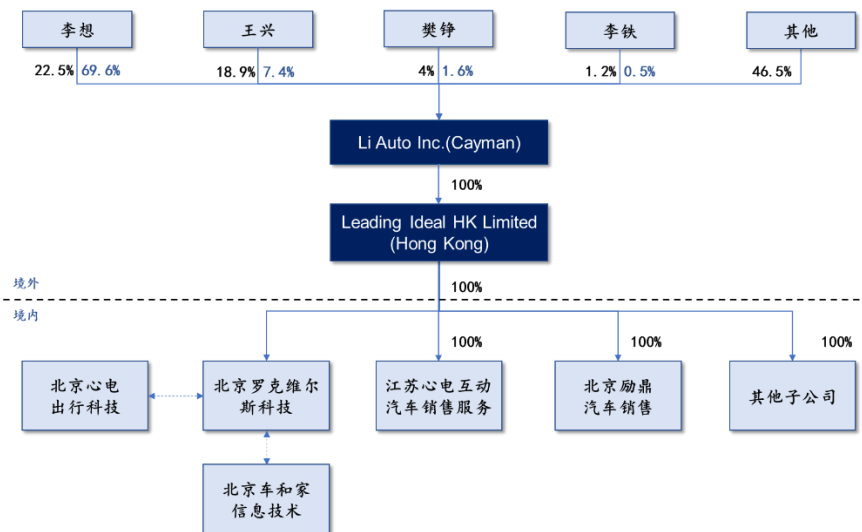
图表38：理想汽车产品矩阵



资料来源：公司官网、华泰研究

公司股权结构清晰，创始人李想投票权占 69.6%。截至 2022 年 12 月 31 日，由于公司采用 AB 股权结构（投票权 1:10），公司创始人李想持股比例为 22.5%，投票权比例为 69.6%，王兴（包含美团部分）持股比例 18.4%，投票权比例为 7.4%，股权结构清晰，创始人拥有超过 50% 的投票权，在重要事项上的决策效率高。

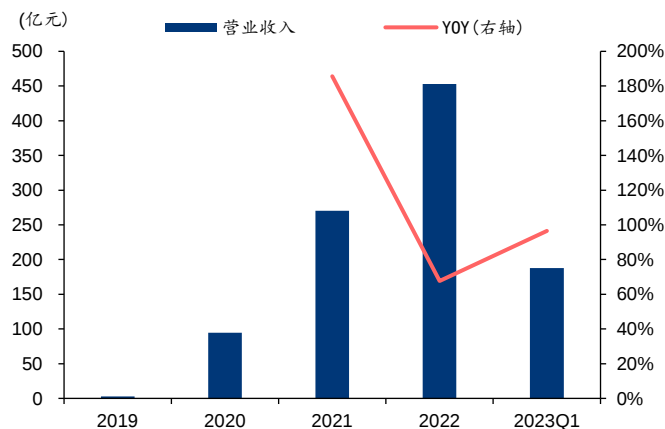
图表39：理想汽车股权结构情况（截止 2022 年 12 月）



资料来源：公司公告、华泰研究

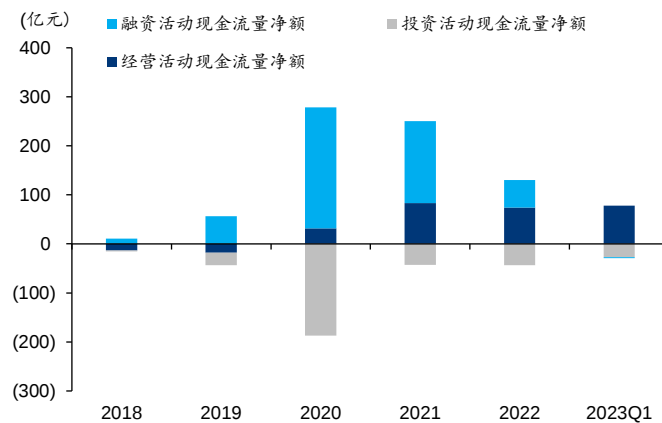
收入增长较快，20 年以来经营性现金流持续为正。2020-2022 年，公司营收从 94.6 亿快速增长至 452.87 亿，年复合增长率 118.8%，2023Q1 实现收入 187.9 亿，同比+96.5%，环比+46.1%。2020 年以来，公司经营净现金流持续为正，随 L7 和 L8 销量爬坡，23Q1 实现经营活动现金流量 77.8 亿，已超过 22 年全年数额，在手自由现金流 67 亿，两轮上市筹资及较强的造血能力保证公司有充足资金用于规模扩张，预计产品线持续丰富、北京新工厂后续量产，为公司中长期成长提供可靠的产品、产能保障。

图表40：2019-2023Q1 理想汽车收入情况



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

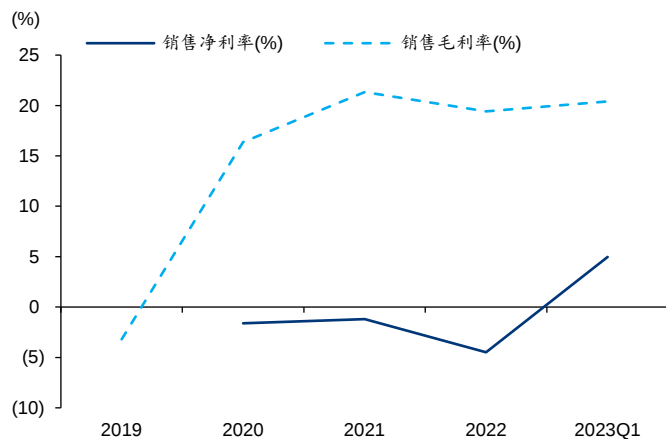
图表41：2018-2023Q1 理想汽车现金净流量



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

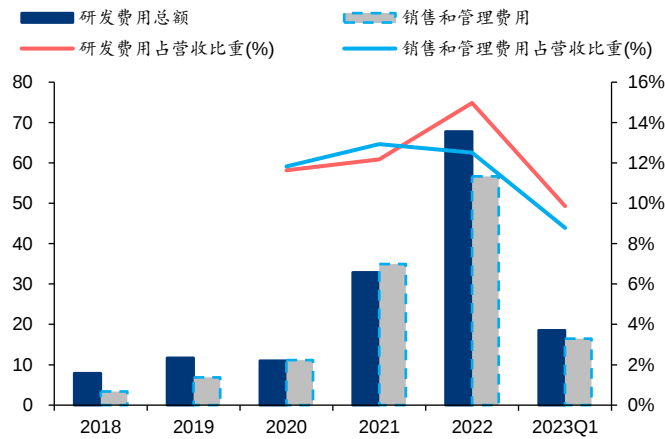
毛利率水平领先蔚来和小鹏，23Q1 净利润同比转正。21 年以来，公司销售毛利率稳定在 20% 左右，因车型种类增加 L7 和 L8，交付车型数量增多，导致平均车辆成本增加，23Q1 毛利率同比下降 2.24pct。22 年研发费用率 14.97%，同比增加 3.34pct，系开发造车新平台所致。公司费用控制良好，20 年以来，销售和管理费用率之和稳定在 11-13% 之间，预计随着销售服务网络优化和运营效率的提升，管理和销售费用率将有所降低。22 年受研发费用率增加影响，净利率下滑 3.3pct 至 -4.49%，23Q1 季度交付量历史最高，净利润同比转正，达到 9.3 亿元，净利率提升至 4.97%。

图表42：2019-2023Q1 理想汽车净利率与毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰研究

图表43：2018-2023Q1 理想汽车期间费率情况



资料来源：公司公告、华泰研究

理想汽车股价受 L9、L8 和 L7 上市交付影响较大。2022 年 9 月 L9 交付之前，公司主销产品理想 ONE 的最高月销量达到 14087 辆，2021 年股价与恒生指数走势一致。2022 年 4 月以来，汽车行业供应链短缺、停产修复，且国家在 22 年 6 月陆续推出购置税减半、叠加大额购车消费补贴等利好因素，公司在 22 年 6 月 21 日召开夏季发布会，发布 L9，公司股价加速上行，最高达 165.3 港币。随高锂价导致整车厂盈利预期转弱，叠加港股受美元加息下跌等因素影响，公司股价大幅回落至 52.05 港币。公司在 22 年 11 月开启 L8 交付、22 年 3 月开启 L7 交付，爬坡上量进展顺利，截至 6 月 28 日，股价逐步修复至 138.00 港币。

图表44：2021.8-2023.6 理想汽车股价复盘



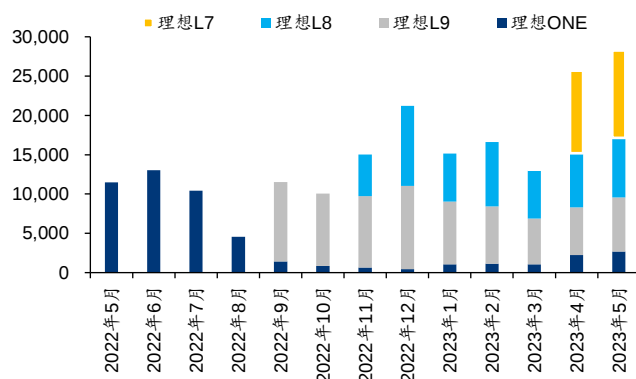
资料来源：Wind、华泰研究

产品、技术、渠道持续升级，为家庭出行提供极致体验

产品：满足家庭出行需求的定位清晰，L 系列销量表现亮眼

坚持家庭用车场景，新车型的爆款率高。理想从首款产品发布即有清晰定位，使消费者将品牌与家用、大空间、长续航+智能体验等关键词深度绑定，同时良好的用户使用体验促成口碑提升，品牌认知持续加强。销量来看，近一年 L 系列带动销量增长，23 年 1 月受市场下行，消费者持观望态度影响，销量同比-28.7%，此后随 L8 和 L7 交付爬坡，销量回暖，23 年 5 月实现单月最高销量 28277 辆。分车型看，老款理想 ONE 销量逐步降低，22 年 9 月宣布停产曾引发争议；L9 交付首月突破万辆，23 年 1-5 月月销稳定在 6000-7000 辆水平；L8 作为 ONE 的替代车型表现较好；L7 为大五座 SUV，上市后受市场追捧，23 年 5 月销量 11119 辆。

图表45：理想汽车 2022 年 5 月至 2023 年 5 月销量情况



资料来源：中汽协、华泰研究

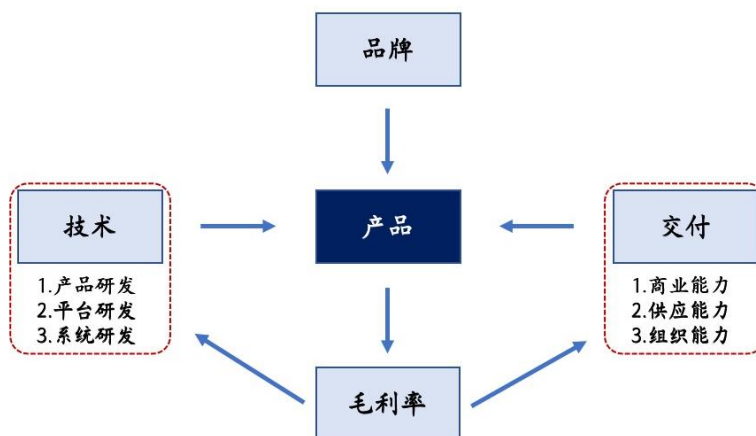
图表46：理想 L9 内饰



资料来源：公司官网、华泰研究

公司经营理念清晰，构架大产品的经营模式和飞轮效应。公司明确品牌形象后，以产品为核心，提升三个层面：产品安全、产品价值及产品向往感，关注毛利率表现，并链接技术研发和交付能力。理想定位于家庭使用，对安全要求高；价值层面，软件自研满足用户主要需求，硬件方面“任务大师”功能实现整车联动；向往感层面，理想放大产品特点，在空间舒适度、智能化等方面体验好，提升用户感知。汽车行业营收规模以千、万亿计且需要长周期投入研发，无法持续依靠外部融资进行规模扩张，因此毛利率是健康发展的保障。21 年以来，理想毛利率水平维持在 20% 左右，经营现金流持续为正。

图表47：理想汽车经营理念：构建大产品的经营模式与飞轮效应



资料来源：公司公告、华泰研究

理想产品座舱智能、豪华配置高。以 L9 为例具体来看，长宽高为 5218*1998*1800mm，轴距达到 3105mm，车内空间宽敞，座椅标配通风、加热、按摩功能，配备 HUD、方向盘交互屏、前排双联屏、后舱娱乐屏，且首创五屏三维空间交互及 7.3.4 全景声音响布局，带来沉浸式体验，使用 2 颗高通骁龙 8155 芯片，保证座舱交互及娱乐所需算力。匹配容量 42.6kWh 电池组，CLTC 综合续航里程达 1315km，智能驾驶系统 ADX 确保智驾安全。相比旗舰级 SUV L9，理想 L7 及 L8 在尺寸、部分智能座舱方面配置有所不同，但在安全装备及智能硬件等多方面保持一致，体现理想追求产品安全及平台研发提高零部件通用率的经营理念。理想 L8 在今年 4 月的中国保险汽车安全指数（C-IASI）最新一批测评中，在车内乘员安全、车外行人安全及车辆辅助安全方面均获得 G 的最高评价。

图表48：理想 L7、L8、L9 主要参数配置对比

	理想 L7 2023 款 MAX 版	理想 L8 2023 款 MAX 版	理想 L9 2022 款 MAX 版
基本参数			
售价（万元）	31.98-37.98	33.98-39.98	45.98
级别	中大型 SUV	中大型 SUV	大型 SUV
长*宽*高（mm）	5050*1995*1750	5080*1995*1750	5218*1998*1800
轴距（mm）	3005	3005	3105
座位数（个）	5	6	6
后备厢容积（L）	801	313-1098	332-1191
动力系统			
电池大小（kWh）	40.9	40.9	42.6
气缸数（个）	4	4	4
最大马力（Ps）	154	154	154
最大功率（kW）	113	113	113
变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱
CLTC 综合续航（km）	210	210	215
百公里加速（s）	5.3	5.5	5.3
最高时速（km/h）	180	180	180
智能座舱			
中控彩色屏幕	触控液晶屏	触控液晶屏	触控 OLED 屏
电动座椅记忆功能	驾驶位	驾驶/副驾驶位	驾驶/副驾驶位
第二排座椅调节	靠背/腰部调节	前后/靠背/腰部调节	前后/靠背/腰部/腿托调节
后排小桌板	-	-	✓
第三排座椅调节	-	靠背调节	靠背调节
第三排座椅功能	-	加热	加热
车机智能芯片	双高通骁龙 8155 芯片	双高通骁龙 8155 芯片	双高通骁龙 8155 芯片
车内香氛装置	-	-	✓
车载冰箱	-	-	✓
USB/Type-C 接口数量	前排 2 个/后排 2 个	前排 2 个/后排 4 个	前排 2 个/后排 4 个
多层隔音玻璃	全车	前排/后排	前排/后排
安全装备及智能硬件			
并线辅助	✓	✓	✓
车道偏离预警	✓	✓	✓
前后方碰撞预警	✓	✓	✓
倒车车侧预警	✓	✓	✓
摄像头数量	11	11	5
超声波雷达数量	12	12	12
毫米波雷达数量	1	1	1
激光雷达数量	1	1	1

资料来源：汽车之家、华泰研究

展望未来，公司期望市占率进一步提高。在 2023 年 Q1 业绩发布会上，李想总分享了 Q2 核心目标是将 20 万元以上新能源市场市占率从 11%提高至 13%，具体交付量目标为 7.6-8.1 万辆，其中 5-6 月合计交付 5.1-5.5 万辆，6 月预期突破 3 万辆。长远来看，公司发布“双能战略”布局纯电产品，为实现这一目标，公司在电池、充电网络等多方面已做出前瞻性准备，力争纯电用户补能体验与燃油相同。

技术：城市 NOA 内测已上线，持续为用户带来高价值体验

NOA 智驾将升级应用于城市场景，系统服务终身免费。理想在智能驾驶自研投入，当前为高速 NOA 导航辅助驾驶系统 2.0，已为超 28 万家庭用户提供服务，NOA 里程超 1.4 亿公里，今年 6 月 17 日，推送内测用户城市 3.0，公司预计到年底覆盖 100 座城市。该城市市场辅助驾驶使用三种神经网络大模型算法，静态 BEV 网络算法、动态 BEV 网络算法和 Occupancy 网络算法，从而实现增强系统感知力，提高复杂场景下决策精度。理想坚持走智驾免费的路线，AD Max 3.0 全场景 NOA 系统将终身免费使用，持续为用户带来高价值产品和服务。

图表49：理想智驾版本 1.0-3.0 介绍

时间	智驾版本	车型	介绍
2021 年	智能驾驶 1.0	21 款理想 ONE	理想汽车全栈自研的 AEB 系统表现十分优秀，在 2021 年懂车帝 AEB 测试中取得第一，开创了高速 NOA 标配的先河
2022 年 8 月	智能驾驶 2.0	L9/L8 Max/L7 Max	AD Max 2.0 采用了英伟达高算力的 Orin-X 芯片和车规级激光雷达的架构，交付了首个视觉融合激光雷达和 Orin-X 平台高速 NOA 导航辅助驾驶系统
		L8 Pro/L7 Pro	AD Pro 2.0 采用了国产大算力的地平线征程 5 芯片，交付了首个周视感知的高速 NOA 导航辅助驾驶系统
2023 年 6 月	智能驾驶 3.0	L9/L8 Max/L7 Max	理想 AD Max 3.0 采用大模型 AI 算法，摆脱对高精地图依赖，城市 NOA 导航辅助驾驶系统从 23Q2 开始推送内测用户，2023 年底，推送国内城市将超过 100 座。基于大模型训练的部分智能驾驶能力也将释放给采用理想 AD Pro 硬件车型的用户。同时，理想 AD Max 3.0 也将与理想 4C 超级充电站完美融合，让去超充站比去加油站还方便

资料来源：汽车之家、华泰研究

智能座舱更新迭代，追求极致的用户体验。车机系统为增加智能化体验重要来源，公司 2023 年至今已推出 L 系列车型 4.3、4.4、4.5 三次 OTA 版本升级，4.4 新增的哨兵模式备受瞩目，该模式依托视觉算法和震动监测实现对车辆周边环境及状态的实时监控，在驻车期间保障车辆安全；4.5 版本新增小主人模式，为儿童提供专属语音体验、接龙游戏和阅读内容。版本迭代获得好评，体现公司对用户需求的敏锐洞察力及对良好用户体验的极致追求。

布局纯电准备充分，包括电驱系统、电池及充电网络等。当前，公司正迈入增程与纯电并驾齐驱新阶段，给出 800V 超充纯电解决方案。公司与宁德时代签署了全面战略合作协议，研发快充能力较强的 4C 麒麟电池，搭配 800V 高压电驱系统，为用户带来“充电 10 分钟，续航 400 公里”的体验。4C 超充站正在快速建设中，在 5 月底陆续开启第一批 25 座充电站试运营，2023 年底目标完成 300 个，覆盖京津冀、长三角、大湾区及成渝四大经济带，2025 年扩展至 3000 个，覆盖 90% 高速及主要城市。

图表50：理想“双能战略”首批超级充电站布局

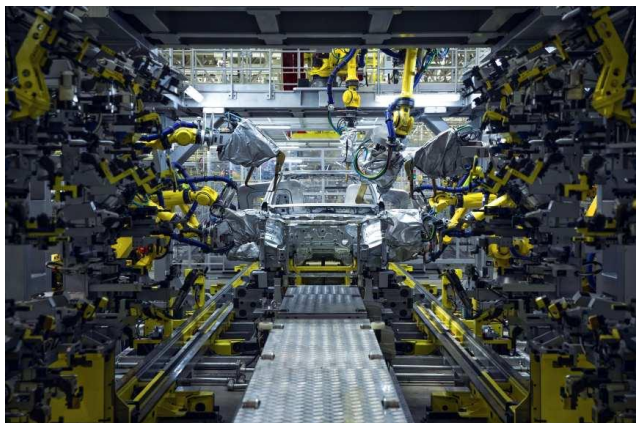


资料来源：公司公告、华泰研究

产能+渠道：产能准备充分，渠道升级助力销量爬坡

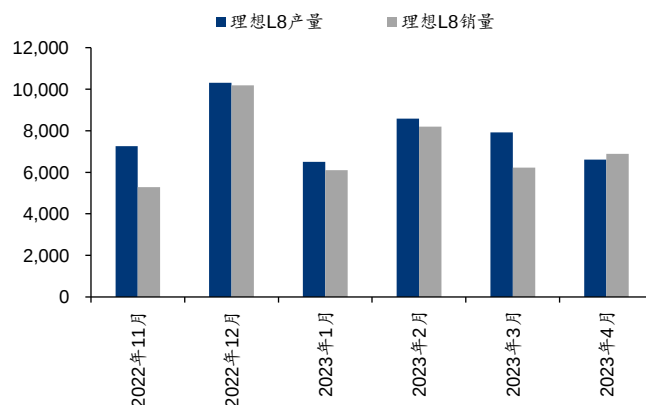
提前 24 个月进行供应链布局，保证产品交付能力。公司目前常州两条产线的整车产能 30 万台，可满足 23 年产品交付目标。公司此前面临主要零部件产能问题在于电机供应，为解决该问题公司自行生产驱动电机、发电机和增程器。目前公司在常州拥有电驱生产制造基地，掌握五合一电驱总成的生产制造技术，两条生产线实现超过 60 万台的年产能。公司在绵阳建设了增程器生产基地，另外苏州的碳化硅功率模块生产基地，将辅助 800V 快充，预计 2024 投产，北京绿色智能工厂将为纯电车型生产做准备，计划产能 10 万辆/年。公司供应能力强，以 L8 上市以来月产销量为例，产量有效覆盖当月所需，库存水平健康。

图表51：理想汽车常州生产基地



资料来源：公司官网、华泰研究

图表52：理想汽车 L8 产销量



资料来源：中汽协、华泰研究

精细化管理放权至一线，未来兼顾下沉市场。截至 2023 年 4 月 30 日，理想汽车在全国已有 302 家零售中心，覆盖 123 个城市；售后维修中心及授权钣喷中心 318 家，覆盖 222 个城市。公司在 2023 年一季度启动了商业体系流程升级，从大区管理方式变为按省份进行精细化管理，省一级直接管理门店，自主进行关键资源调配。关于销售服务网络，公司于一季度业绩发布会上表示将从三维度做出调整，首先产品矩阵扩张要求现有销售门店升级，能够展示在售三款车型；其次，将建设综合体验中心，用良好试驾、试乘体验提高转化率；最后，公司将借鉴 BBA 策略，销售网络会覆盖三、四线城市，提高市场份额。

盈利预测与估值

我们对理想汽车销量/收入预测如下：

- 1) 汽车销量：** L9/L8/L7 上市后均很快达到月销万辆，当前月销量仍在提升，尤其 L7 作为大五座车型，在 6 月 18 日，单日订单量突破 1000 台，增长势头良好。我们预测，L7/L8/L9 的整体月销量有望在 23 年 6 月超过 3 万辆，23 年公司整体交付量有望达到 27.7 万辆。旗舰 MPV 预计 23 年底发布，24 年开启交付，且增程版 L6 及更多新品将发布及销售，带动交付增长。考虑到公司历史车型的爆款率高，理想 ONE/L7/L8/L9 月销量峰值均突破 1 万辆，我们保守预计，24-25 年新增 MPV 车型贡献 5/5 万辆增量；L6 贡献 5/12 万辆增量，预期稳态月销 1 万辆，主要得益于更低的售价，类比 L7 销量走势；其他纯电车型预期 24-25 年贡献增量 2.5/11.7 万辆。我们预计公司 24-25 整体年销量 41.5/57.7 万台，同比增 107%/50%/39%。
- 2) 汽车销售收入：** 我们预测，理想汽车 23-25 年汽车销售收入预期 927/1366/1834 亿元，24 年及 25 年收入增速下降，一方面，由于车型销量增速降低，另一方面，公司推出 L6 的价格区间预计在 20-30 万元，拉低公司产品平均售价。我们预计，23-25 年公司车型平均售价 33.5/32.9/31.8 万元。
- 3) 总收入：** 我们预测，理想汽车 23-25 年总收入 963 /1,426/1,918 亿元，同比 +113%/+48%/+35%。

图表53： 2022-2025E 理想收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量（千辆）	6,549	8,513	10,641	13,302
同比增速	96%	30%	25%	25%
理想新能源汽车销量（千辆）	134	277	415	577
同比增速	48%	107%	50%	39%
市占率	2.0%	3.3%	3.9%	4.3%
ONE				
ONE2021	77	7	-	-
L9	39	80	80	80
L8	18	90	90	90
L7	-	100	120	120
EV-MPV	-	-	50	50
L6	-	-	50	120
EV#2	-	-	25	72
EVERNew	-	-	-	15
Others	-	-	-	30
ASP（千元）	323	335	329	318
ONE				
ONE2021	285	304		
L9	400	400	400	400
L8	317	317	317	317
L7		300	300	300
EV-MPV			392	392
L6			244	244
EV#2			331	331
EVERNew				374
Others				280
汽车业务收入（百万元）	43,234	92,694	136,583	183,398
汽车业务收入占比	95%	96%	96%	96%
ONE	-	-	-	-
ONE2021	22,050	2,130	-	-
L9	15,471	32,002	32,002	32,002
L8	5,713	28,564	28,564	28,564
L7	-	29,998	35,997	35,997
EV-MPV	-	-	19,575	19,575
L6	-	-	12,180	29,232
EV#2	-	-	8,265	23,803
EVERNew	-	-	-	5,612
Others	-	-	-	8,613
其它业务收入（百万元）	2,053	3,624	5,995	8,396
其它业务收入占比	5%	4%	4%	4%
总收入（百万元）	45,287	96,318	142,578	191,793

资料来源：公司公告、Wind、汽车之家、华泰研究预测

我们对理想财务预测如下：

- 1) 汽车业务毛利率：**我们预 23-25 年汽车业务毛利率 21.0%/22.0%/23.0%，同比增 1/1/1pct，主因看好 L7/L8/L9 产能爬坡完成、电池价格回归理性的传导，明后年多款新车上市，销量增加带来规模效应等。
- 2) 毛利率：**汽车业务毛利率提升带动公司整体毛利率提升，我们预测 23-25 年 22.1%/23.2%/24.2% 的整体毛利率。
- 3) 期间费用率：**考虑到未来几年门店、超充网络建设尚处于提速期，同时，公司的收入快速增长，我们预计 23-25 年 SG&A 费用率 8.5%/7.5%/6.5%。考虑到公司“双能”战略加大对高压电动平台车型及智能驾驶相关研发投入，研发绝对金额增加，参考蔚来 23Q1 业绩会预计，单季度研发支出 30-35 亿元，以及理想在 23Q1 业绩会预测，23 年研发费用 100-120 亿元，我们预计 23-25 年研发费用率 11.0%/9.0%/7.3%，对应 106/128/140 亿元。
- 4) 净利润：**综上，我们预计公司 23-25 年净利润为 30.5/90.2/178.7 亿元。

图表54： 2022-2025E 理想盈利预测

(人民币百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
收入	45,287	96,318	142,578	191,793
同比 (%)	68	113	48	35
毛利率	19.4	22.1	23.2	24.2
成本	36,496	75,076	109,562	145,414
同比 (%)	72	106	46	33
毛利	8,790	21,241	33,016	46,379
同比 (%)	53	142	55	40
营业费用	12,445	18,782	23,525	26,467
同比 (%)	84	51	25	13
销售及管理费用	5,665	8,187	10,693	12,467
同比 (%)	62	45	31	17
占收入比例	13	8.5	7.5	6.5
研发费用	6,780	10,595	12,832	14,001
同比 (%)	106	56	21	9
占收入比例	14.97	11	9	7.3
营业利润	(3,655)	2,459	9,491	19,912
同比 (%)	-	-	286%	110%
税前利润	(2,159)	3,590	10,617	21,019
同比 (%)	1,311	(266)	196	98
归属普通股股东	(2,032)	3,051	9,024	17,866
净利润	(2,032)	3,051	9,024	17,866
财务比例				
毛利率	19.4	22.1	23.2	24.2
汽车销售毛利率	20.0	21.0	22.0	23.0
营业费用率	27.5	19.5	16.5	13.8
销售及管理费用	12.5	8.5	7.5	6.5
研发费用率	15.0	11.0	9.0	7.3
净利率	(4.5)	3.2	6.3	9.3

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

我们选取电动汽车新势力特斯拉、蔚来、小鹏和比亚迪股份作为理想的可比公司，我们认为理想汽车-W 目标价为 164.31 港元，给予公司 3.3x 2023E PS，较可比公司平均 3.3x 2023E PS 持平，给予“买入”评级。

图表55：可比公司估值表

公司	股票代码	市值	股价变化	企业价值	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
		(十亿美元)	YTD	(十亿美元)	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
特斯拉	TSLA US	793.0	1.83%	779.7	99.8	131.5	7.8	5.9	7.9	6.0
小鹏	9868 HK	11.5	-67.57%	11.8	4.9	7.7	2.4	1.5	2.4	1.5
蔚来	9866 HK	15.7	-62.20%	16.3	9.6	14.6	1.7	1.1	1.6	1.1
比亚迪股份	1211 HK	100.8	-20.30%	97.7	87.2	108.3	1.1	0.9	1.2	0.9
平均							3.3	2.4	3.3	2.4

注：1 元人民币=1.09 港币；市值、股价、企业价值截至 6 月 28 日；营收预测来自 Wind 一致预期

资料来源：Bloomberg、Wind，华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

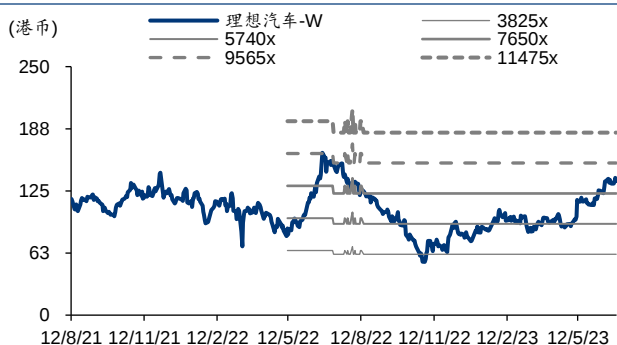
2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现问题，断供导致整体乘用车销量不及预期；

3) 公司产品发布、订单不及预期

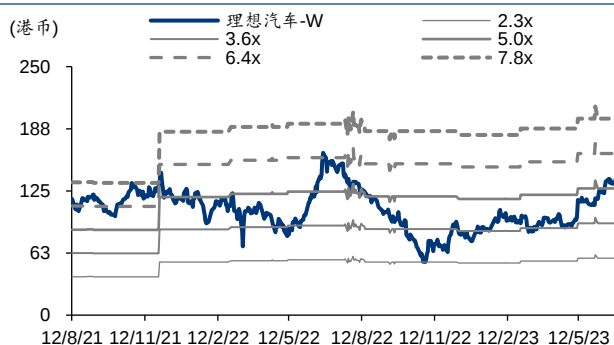
公司推出新品速度慢，量产爬坡不及预期，订单量出现下滑，可能导致公司收入及利润不及预期。

图表56：理想汽车-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表57：理想汽车-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	27,010	45,287	96,318	142,578	191,793
销售成本	(21,248)	(36,496)	(75,076)	(109,562)	(145,414)
毛利润	5,761	8,790	21,241	33,016	46,379
销售及分销成本	(3,492)	(5,665)	(8,187)	(10,693)	(12,467)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(3,286)	(6,780)	(10,595)	(12,832)	(14,001)
财务成本净额	677.19	869.89	504.46	500.23	480.42
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(152.81)	(2,159)	3,590	10,616	21,018
税费开支	(168.64)	127.01	(538.43)	(1,592)	(3,153)
少数股东损益	0.00	(20.13)	0.00	0.00	0.00
净利润	(321.46)	(2,032)	3,051	9,024	17,865
折旧和摊销	(590.40)	(1,214)	(3,304)	(3,804)	(4,304)
EBITDA	133.58	(164.50)	6,389	13,920	24,841
EPS (人民币, 基本)	(0.16)	(0.97)	1.46	4.33	8.57

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	1,618	6,805	7,610	11,106	14,741
应收账款和票据	601.22	1,738	3,557	5,332	7,957
现金及现金等价物	30,493	40,418	48,930	59,157	79,761
其他流动资产	19,668	18,031	19,835	21,818	24,000
总流动资产	52,380	66,992	79,932	97,413	126,458
固定资产	4,498	11,188	11,289	14,732	19,368
无形资产	751.46	833.00	850.13	913.31	976.49
其他长期资产	4,219	7,524	7,922	8,478	9,226
总长期资产	9,468	19,545	20,061	24,123	29,570
总资产	61,849	86,538	99,993	121,537	156,029
应付账款	11,293	25,716	32,082	38,896	49,607
短期借款	510.29	1,087	1,641	2,395	3,348
其他负债	342.13	959.98	1,056	1,162	1,278
总流动负债	12,108	27,373	34,779	42,453	54,233
长期债务	7,331	11,177	15,024	18,870	22,717
其他长期债务	1,346	2,802	3,802	4,802	5,802
总长期负债	8,676	13,979	18,825	23,672	28,518
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	41,064	39,032	42,083	51,107	68,972
股东权益	41,064	44,859	46,061	55,085	72,950
少数股东权益	0.00	327.61	327.61	327.61	327.61
总权益	41,064	45,186	46,388	55,412	73,277

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(795.42)	(128.23)	84.57	28.59	14.44
PB	6.23	5.75	5.60	4.68	3.54
EV EBITDA	1,787	(1,432)	36.40	16.38	8.59
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.83	0.02	0.30	2.32	6.39

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	133.58	(164.50)	6,389	13,920	24,841
融资成本	(677.19)	(869.89)	(504.46)	(500.23)	(480.42)
营运资本变动	6,764	8,099	3,741	1,544	4,451
税费	(168.64)	127.01	(538.43)	(1,592)	(3,153)
其他	2,289	188.18	(698.21)	(877.40)	(1,105)
经营活动现金流	8,340	7,380	8,389	12,493	24,554
CAPEX	(3,445)	(6,695)	(8,896)	(7,919)	(9,613)
其他投资活动	(812.67)	(371.95)	0.00	43.49	(147.81)
投资活动现金流	(4,257)	(4,365)	(8,896)	(7,876)	(9,761)
债务增加量	(429.69)	4,423	4,400	4,600	4,800
权益增加量	11,005	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	6,134	1,216	504.46	500.23	480.42
融资活动现金流	16,710	5,639	4,400	4,600	4,800
现金变动	20,793	8,655	3,894	9,218	19,593
年初现金	10,173	30,493	40,418	44,312	53,530
汇率波动影响	(472.13)	1,270	0.52	0.00	0.00
年末现金	30,493	40,418	44,312	53,530	73,123

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	185.62	67.67	112.68	48.03	34.52
毛利润	271.87	52.57	141.64	55.43	40.48
营业利润	51.99	259.27	(167.29)	285.88	109.81
净利润	NA	NA	NA	195.76	97.98
EPS	(82.91)	520.31	(251.63)	195.76	97.98
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	21.33	19.41	22.05	23.16	24.18
EBITDA	0.49	(0.36)	6.63	9.76	12.95
净利润率	(1.19)	(4.49)	3.17	6.33	9.31
ROE	(0.91)	(4.73)	6.71	17.84	27.91
ROA	(0.65)	(2.74)	3.27	8.15	12.87
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(55.16)	(62.76)	(70.05)	(68.79)	(73.61)
流动比率	4.33	2.45	2.30	2.29	2.33
速动比率	4.19	2.20	2.08	2.03	2.06
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.55	0.61	1.03	1.29	1.38
应收账款周转天数	7.13	9.30	9.90	11.22	12.47
应付账款周转天数	128.09	182.53	138.57	116.61	109.55
存货周转天数	22.58	41.54	34.56	30.75	31.99
现金转换周期	(98.37)	(131.69)	(94.12)	(74.64)	(65.09)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.16)	(0.97)	1.46	4.33	8.57
每股净资产	19.88	21.52	22.10	26.42	35.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

G6 上市放量，扶摇平台化降本

华泰研究

2023 年 6 月 30 日 | 中国香港

首次覆盖

乘用车

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

55.01

研究员

宋亭亭

SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 + (86) 21 2897 2228

联系人

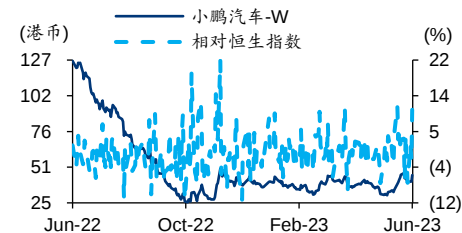
陈诗慧

SAC No. S0570122070128 chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466 + (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	55.01
收盘价(港币 截至 6 月 28 日)	44.75
市值(港币百万)	77,467
6 个月平均日成交额(港币百万)	558.45
52 周价格范围(港币)	24.75-131.20
BVPS(人民币)	19.96

股价走势图



资料来源: S&P

XNGP 智驾功能业内领先，G6 即将上市放量，给予“买入”评级

小鹏品牌定位智能化，XNGP 智驾技术业内领先，6 月发布扶摇架构首款车型 G6，起售价 22.5 万元有望热销，成为公司销量拐点。2025 年前，公司将推出 10 款新车，预计销量和收入步入高速增长赛道。我们预计公司 23-25 年销量分别为 15.3/27.5/37.5 万辆，营收分别为 376/703/961 亿元，毛利率分别为 14.4%/15.7%/17.3%，净利润预测为 -75/-46/-7 亿元。我们采用可比公司估值，由于重磅产品 G6 即将上市，销量即将快速增长，给予小鹏目标价 55.01 港币，给予公司 2.3x 2023E PS，比可比公司平均 1.8x 2023E PS 高 0.5x，首次覆盖给予“买入”评级。

扶摇架构平台化造车成本大幅降低，新架构首款车型 G6 已开启预售

扶摇架构覆盖 1800-3200mm 轴距的 SUV、轿车、MPV 车型，开启了小鹏平台化造车之路，基于扶摇架构的新车研发周期缩短 20%，整车综合研发成本降 50%，零部件通用率最高达 80%，前后一体式 SEPA2.0 铝压铸和 CIB 电池车身一体化技术的应用，我们预计 24 年底 MAX 版 BOM 成本有望降 25%。小鹏 G6 是扶摇架构首款车，6 月 9 日开启预售，22.5 万元起售，7 月交付。G6 配备 800 伏高压平台和 3C 快充电池，续航最高达 755 公里，充电快、空间大，支持 XNGP 智能辅助驾驶系统，相比竞品更具性价比，我们认为公司销量有望实现 Q3 月销 1.5 万辆，Q4 月销 2 万辆目标。

XNGP 城市辅助驾驶系统率先启用，技术领先国内同行半年以上

小鹏主打智能化，自研 XPILLOT 辅助驾驶系统，已升级至 XPILLOT3.5 系统，最早仅支持高速 NGP，在高速及市内封闭道路可开启，逐渐延伸至城市 NGP，在城市主、支干道可开启。XPILLOT 系统基于高精地图方案，公司在 22 年 10 月推出 XNGP，XNGP 相比于 XPILLOT，不再依赖高精地图，第一阶段城区 XNGP 能力已在上海、深圳、广州、北京率先开放，预计 24 年进化成为完全形态的 XNGP 系统，在各城市各场景间无缝衔接，全面升级辅助驾驶体验。基于当前开启城区 NGP 进展，XNGP 领先国内同行半年以上。

渠道变革减少内耗影响，授权比例预期提高拓展下沉市场

王凤英总加入小鹏后，主导营销体系的改革。内部组织管理结构上，汽贸和 UDS (用户发展服务中心) 两个渠道团队完成合并；销售体系上，全国两大渠道的销售大区撤除，调整为小区制，减少了内耗影响。小鹏汽车提出将推进直营和授权，当前直营和加盟门店占比为 70%:30%，预计未来授权比例会提高，这有助于小鹏汽车渠道成本控制，预期 23-25 年销售及管理费用率 22%/14%/12%。

风险提示：消费需求弱，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	20,988	26,855	37,583	70,328	96,095
+/-%	259.00	28.00	39.95	87.13	36.64
归属母公司净利润(人民币百万)	(4,863)	(9,139)	(7,573)	(4,573)	(669.23)
+/-%	72.51	87.92	(17.14)	(39.61)	(85.37)
EPS(人民币，最新摊薄)	(2.96)	(5.29)	(4.39)	(2.65)	(0.39)
ROE(%)	(12.70)	(23.12)	(22.86)	(16.91)	(2.74)
PE(倍)	(10.11)	(5.65)	(8.98)	(14.86)	(101.56)
PB(倍)	1.17	1.40	2.32	2.74	2.82
EV EBITDA(倍)	(8.50)	(6.31)	(10.15)	(25.22)	92.17

资料来源：公司公告、华泰研究预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

受新产品周期影响，小鹏 23Q1 销量增速不及预期

2022 年 1 月，小鹏连续 5 个月销量破万，其中 P7 是中流砥柱。小鹏于 2021 年 9 月发布 P5，于 2022 年 9 月发布 G9，2023 年 3 月发布 P7 改款车型 P7i，2022 年累计交付量为 120,757 台。23 年以来，由于公司老款车型竞争力下降，新车型 G9 在 23 年 1-5 月月均批发销量 1222 辆，未形成爆款，P7i 尚处于爬坡上量阶段，导致公司 23 年 1-5 月月均销量仅 6563 辆，1-5 月累计销量 32815 辆，同比下降 38.9%，相比于 23 年初公司制定销量 20 万辆目标，有较大差距，股价持续低迷。

小鹏 G6 是扶摇架构首款车型，开启预售订单量超 2.5 万辆

小鹏 G6 是扶摇架构首款车型，已于 6 月 9 日开启预售，起售价 22.5 万元，7 月交付。G6 作为小鹏 SEPA2.0 扶摇架构下的首款全新车型，配备 800 伏高压和 3C 快充电池，续航最高达 755 公里，充电速度快，空间大，支持 XNGP 智能辅助驾驶系统，该车型在各方面较友商同级别车型有优势。G6 采取规模优先的平衡定价法，即在成本可控的条件下，给出最有竞争力的价格，G6 是小鹏的关键之作，有望成为热销车型，形成公司的销量拐点，有望带动公司销量实现 Q3 月销 1.5 万辆，Q4 月销 2 万辆目标。

率先开启城区辅助驾驶 XNGP，用户智驾体验再升级

22 年 10 月，小鹏推出的第二代辅助驾驶系统 XNGP。该系统与 Xpilot 最大的不同点在于不依赖高精地图，启用 XNet 深度视觉神经网络的感知能力，可实现全场景辅助驾驶。23 年 3 月，XNGP 已实现第一阶段能力，主要在上海、深圳、广州、北京四座有高精地图覆盖的城市开放城市 XNGP，同时也提升了全国其他无高精地图覆盖区域的智能辅助驾驶能力。24 年进化至完全形态的 XNGP 系统将不依赖高精地图，在全国各个城市都能无缝连接高速、城市、地下停车场等各种场景，实现从起点停车位到终点停车位全程无断点的辅助驾驶体验。我们认为，基于当前开启城区 NGP 进展，XNGP 领先国内同行半年以上。

区别于市场的观点：市场对 G6 热销的信心不足，我们坚定看好 G6 销量

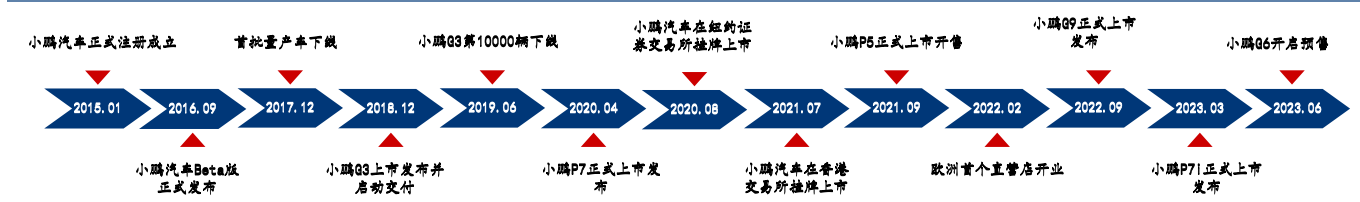
市场认为，小鹏产品定位 20-30 万元，是竞争最激烈的区间，此前为技术导向，产品定义及营销相对薄弱。23 年以来，公司销量未突破 1 万辆，导致投资者信心不足。

我们认为，此前小鹏的产品各自为战，并未规划统一的平台，小鹏 G6 是扶摇架构下的首款产品，未来产品均将基于该架构，进行统一的规划、产品定义和营销，将弥补在产品定义及营销的不足，王凤英总的加入也可印证小鹏在积极改进。在 20-30 万元区间，无疑是竞争最激烈的价格区间，对于产品的空间、造型、智能座舱、智能驾驶等各方面要求都很高。小鹏 G6 主打智能化，在其他参数无明显落后的基础上，有望凭借“智能”提振销量。G6 已于 6 月 9 日开启预售，价格 22.5 万元，相比竞品 Model Y 具备性价比优势，从 72h 小订订单突破 2.5 万辆来看，G6 的关注度高，且在智能化方面具备较强的竞争力。公司预期 7 月开启 G6 交付，发布及量产的时间间隔短，我们看好公司 G6 上市后订单、销量快速增长，预期 G6 在 23-25 年的销量为 3.6/8.0/8.0 万辆。

公司美股、港股双重主要上市，22 年销量营收创新高

公司美股、港股双重主要上市，22 年销量超过 12 万辆。小鹏汽车是国内头部造车新势力之一，于 2015 年正式注册成立，2017 年首批量产车下线。2018 年小鹏 G3 发布并启动交付，2019 年小鹏 G3 第 10000 辆下线。2020 年 4 月，小鹏 P7 上市，助力小鹏汽车在新能源汽车第一梯队站稳脚跟。同年 8 月，小鹏汽车登陆纽约证券交易所，11 月底市值突破 500 亿美元。2021 年 7 月，小鹏汽车在港交所挂牌上市。2022 年 1 月，小鹏连续 5 个月销量破万，其中 P7 是中流砥柱。小鹏于 2021 年 9 月发布 P5，于 2022 年 9 月发布 G9，2023 年 3 月发布 P7 改款車型 P7i，2022 年累计交付量为 120,757 台。

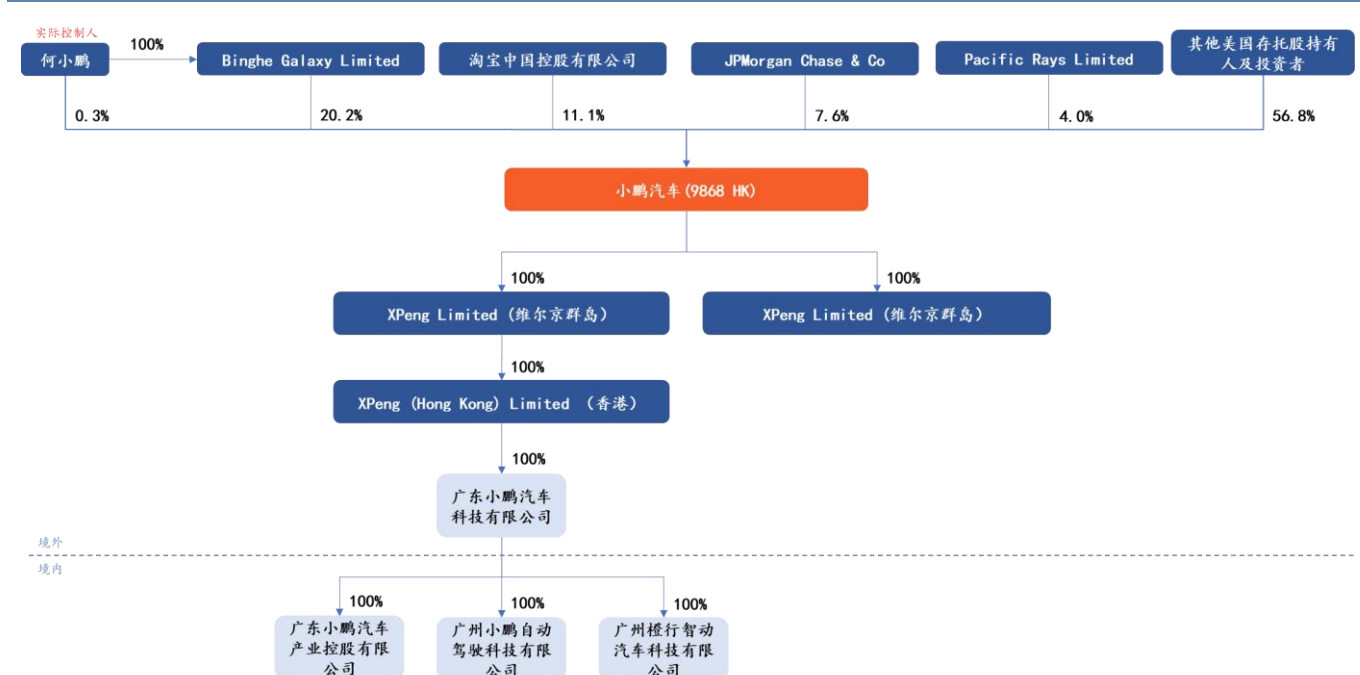
图表 58：小鹏汽车历史沿革



资料来源：公司官网、华泰研究

公司股权结构清晰，创始人何小鹏投票权占 71.8%。截至 2022 年 12 月 31 日，由于公司采用 AB 股权结构（投票权 1:10），公司创始人何小鹏持股比例为 20.5%，投票权比例为 71.8%，投票权占比最高；淘宝中国持股比例 11.1%，投票权比例为 3.9%。公司股权结构清晰，创始人拥有超过 50% 的投票权，在重要事项上的决策效率高。

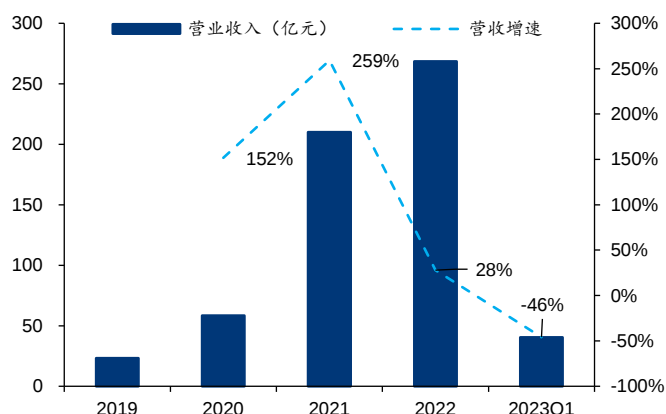
图表 59：小鹏汽车股权架构（截至 22 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、华泰研究

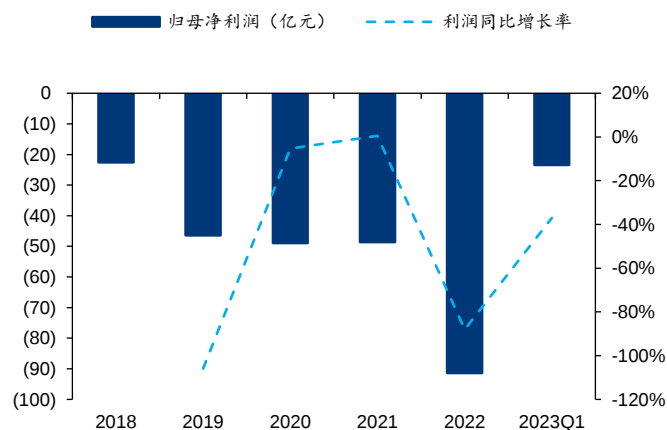
22 年收入创历史新高，期间费用高企拖累净利润。19-21 年，随着新能源市场的迅速扩张，小鹏凭借爆款车型小鹏 P7 和不断充实的产品矩阵，公司收入快速提升。22 年公司老款车型竞争力下降，叠加供应链影响，销量和营收增长放缓。公司在研发和销售领域投入大量资源，截至 22 年末，研发员工占其员工总数约 40%。受 22 年销售折扣增加影响，叠加销量放缓，22 年毛利率为 11.5%，较 21 年下降 1pct，加之研发和销售费用率高企，22 年公司亏损 91.39 亿元。23Q1，公司收入 40.33 亿元，同比下滑 46%，系 P7 等车型交付量减少导致；毛利率 1.66%，同比下滑 10.5pct，归母净利润-23.37 亿元，同比下滑 37%，系公司促销力度加大及新能源补贴到期所致。

图表60：小鹏汽车 2019-2023Q1 营收情况



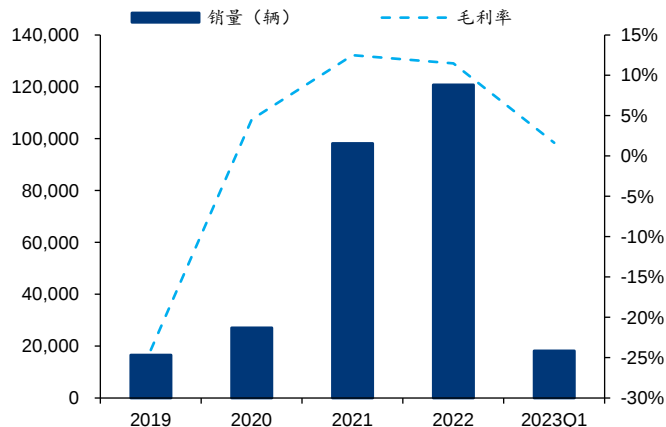
资料来源：Wind、华泰研究

图表61：小鹏汽车 2019-2023Q1 归母净利润情况



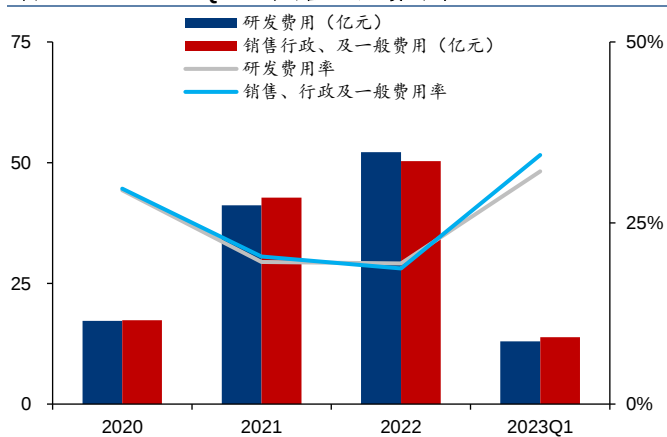
资料来源：Wind、华泰研究

图表62：小鹏汽车 2019-2023Q1 销量与毛利率情况



资料来源：iFinD、公司年报、华泰研究

图表63：2020-2023Q1 小鹏销售及研发费用情况



资料来源：iFinD、公司年报、华泰研究

公司股价主要受行业估值水平和自身销量影响。21 年 7 月，小鹏汽车 H 股上市，公司 21 年 9 月 P5 上市，22 年 9 月至 23 年 1 月，公司交付量连续 5 个月超过 1 万辆，期间股价最大涨幅 68%。22 年 1-4 月中旬，受电动车购置补贴退坡，汽车供应链中断等影响，新能源车板块整体回调，公司股价最大跌幅 64%；4 月底至 7 月，汽车供应链恢复，国家及各地区推出购车补贴政策，公司销量在 6 月恢复至 1.5 万辆，公司股价最大涨幅 83%；此后，公司销量回落至 1W 台以内，股价持续走低。23 年 6 月，G6 开启预售，72h 订单量超过 2.5 万辆，6 月 1 日至 6 月 18 日股价上涨 48%。

图表64：小鹏汽车股价复盘（单位：港币）



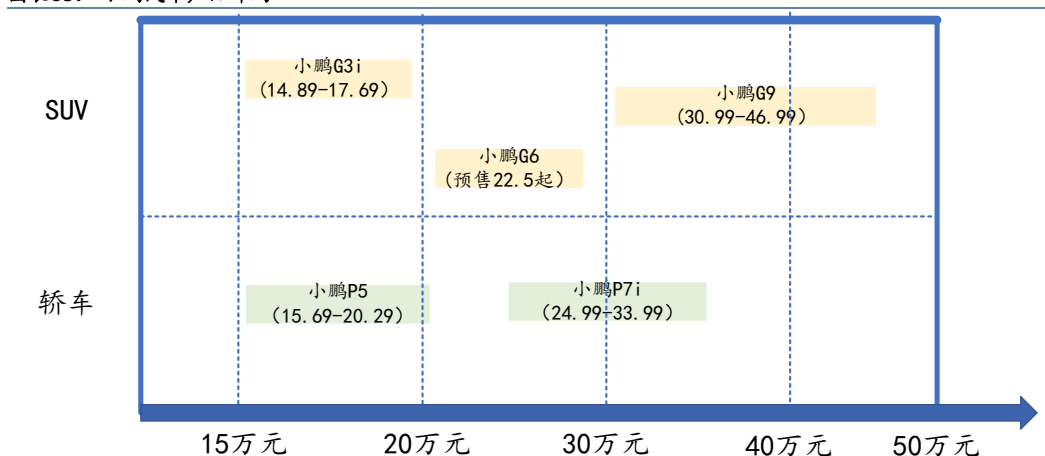
注：恒生指数为可比数据，以 2021 年 7 月 7 日小鹏上市股价为起点，按照每日指数变化率来调整

资料来源：Wind、华泰研究

产品矩阵不断完善，主力车型改款升级

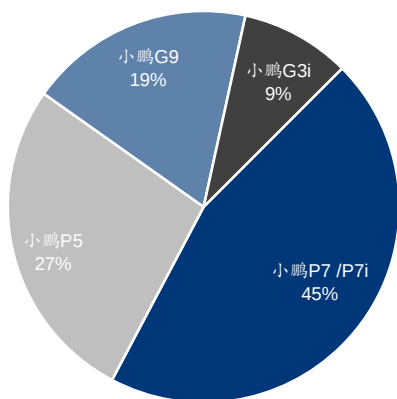
公司产品矩阵迅速完善，老车型改款升级提高竞争力。2020 年以来，接连发布 5 款纯电车型，分别为 B 级轿车小鹏 P7，紧凑型 SUV 小鹏 G3i，A+级轿车小鹏 P5，中大型 SUV 小鹏 G9，B 级轿车小鹏 P7i。中型轿跑 SUV 小鹏 G6 也将于 23 年 6 月上市。2021 年上市的小鹏 P7 长期以来是公司的主力车型，以智能化为特色助力小鹏进军中高端市场。随着 20 万元以上纯电轿车市场的竞争加剧，小鹏于 23 年 3 月发布全新 P7i，6 月 9 日开启预售扶摇架构下的首款 SUV G6，23 年内将发布首款 MPV 车型 X09。

图表65：小鹏汽车产品布局



资料来源：汽车之家、华泰研究

图表66：小鹏汽车 2023 年 1-5 月各车型销量占比



资料来源：中汽协、华泰研究

图表67：小鹏 P7i 与 P7 主要配置参数

	小鹏 P7i 702Pro	小鹏 P7 625E
起售价	24.99 万元	24.99 万元
动力	百公里加速 6.4s	百公里加速 6.9s
电池容量	86kWh	77.9kWh
续航里程	702km	625km
最大充电功率	183kW	87kW
辅助驾驶系统	第二代智能辅助驾驶系统 XNGP	第一代智能辅助驾驶系统 XPILOT
	总算力 508TOPS	总算力 30 TOPS
座舱芯片	骁龙 8155	骁龙 820A

资料来源：公司官网、华泰研究

P5：定位 A+级家用轿车，主打智能化。小鹏 P5 是全球首款搭载激光雷达的量产智能车型。它的设计和配置更加均衡实用，重点考虑了家用性，P7 已经稳定占据 20-30 万价格区间，P5 则在此基础上将价格范围拉低至更低的区间。P5 处于 15-20 万级别市场红海，凭借智能化站稳脚跟。

G9：G9 定位中大型 5 座旗舰 SUV，是引领品牌和智能化架构向上的旗舰产品。采用全新电子电气架构，全系标配 800V 快充，在小鹏 S4 超级充电桩上，最高充电功率 480 千瓦。搭载第二代智能辅助驾驶系统 XNGP，可实现行业首个全场景智能辅助驾驶和自研全场景辅助驾驶。

P7i：定位中型超智能轿跑，有望成为新一代主力车型。作为 P7 的升级改款车型，P7i 针对动力、续航、智能驾驶、座舱等方面进行了技术升级。动力方面，前后电机功率均有提升。续航方面，小鹏 P7i 续航里程达到 702km，最大充电功率也有较大提升。智能辅助驾驶方面，P7i Max 版采用了更高算力的智驾辅助芯片双英伟达 Orin-X，搭载了和 G9 同款的第二代智能辅助驾驶系统 XNGP。在智能座舱方面，更换了高通 8155 座舱芯片，搭载全新的 Xmart OS 4.0 版本。小鹏 P7i 凭借 XNGP 体验升级，有望成为新一代主力车型。

G3i：定位紧凑型 SUV，智能驾驶是其亮点。搭载 Xpilot2.5 自动驾驶系统和 Xmart OS 智能网联系统，拥有 ACC 自动巡航、LCC 车道居中辅助和 ALC 自动变道辅助驾驶功能。

G6：扶摇架构首款车型，核心技术锻造全方位竞争力。小鹏 G6 已于 6 月 9 日开启预售，预计 7 月起交付。作为小鹏 SEPA2.0 扶摇架构下的首款全新车型，预售价格 22.5 万元起，配备 800 伏高压和 3C 快充电池，续航最高达 755 公里，充电速度快，空间大，支持 XNGP 智能辅助驾驶系统，该车型在各方面较友商同级别车型有优势。G6 采取规模优先的平衡定价法，即在成本可控的条件下，给出最有竞争力的价格，预售价 22.5 万元，公司披露 72 小时预售订单超过 2.5 万辆，G6 有望成为热销车型，形成公司的销量拐点，根据订单量、竞品销量，并结合公司产品的竞争力，我们初步估计小鹏 G6 稳态月销量有望达到 6000 辆以上的水平。

图表68：小鹏 G6



资料来源：公司官网、华泰研究

图表69：G6 竞品对比

车型	2023 年 5 月销量 (辆)	官方起售价 (万元)	续航里程 (km)	长*宽*高 (mm)	轴距 (mm)
小鹏 G6	-	22.5	560	4753*1920*1650	2890
零跑 C11	7121	15.58	502	4750*1905*1675	2930
ModelY	50408	26.39	545	4750*1921*1624	2890
深蓝 S7	6 月 30 日开启交付	18.99	520	4750*1930*1625	2900

资料来源：汽车之家、乘联会、华泰研究

后续车型：23 年 4 季度将推出七座 MPV，命名为 X09，打开“年轻态”MPV 市场。23-25 年公司在同一平台上预计推出 10 款车型，主打 20-30W 区间。基于相同扶摇架构平台开发的后续车型，零件通用化率将提升至 80%，供应链降本和研发成本大幅降低，成本降低后，定价或更具竞争力，有望带动小鹏销量再上新台阶。

自主研发关键技术，全方位技术布局

辅助驾驶：自研辅助驾驶系统，快速迭代提升驾驶体验

自研辅助驾驶系统，智能化作为竞争力保证。XPILOT 是小鹏自研的高级驾驶辅助系统，由激光雷达、高精度定位模块、高精度地图、车载高计算处理器等模块组成。它可以实现车道保持、车距管理、自动变道、自动泊车等高级驾驶辅助功能。XPILOT 已升级至最新发布的 XPILOT 3.5 版本，NGP 适用范围从高速/快速路扩展至城市道路。XPILOT 系统让小鹏的车型在自动驾驶和智能化上处于国内领先地位。它不但提高了驾驶舒适性和安全性，也让小鹏的产品更具科技感和吸引力。

NGP 功能不断迭代，驾驶体验再度升级。小鹏于 2021 年 1 月 26 日向所有 XPILOT3.0 系统的用户正式推送高速 NGP 功能。小鹏的 NGP (Navigation Guided Pilot 导航辅助驾驶) 功能基于高德提供的高精地图打造，为中国复杂的道路进行针对性优化，具备自动限速调节、最优车道选择、上下匝道能力：

(1) **高速 NGP**：在高速路及市内封闭道路可以开启。用户在小鹏车辆的车机上设置终点发起导航并激活功能后，车辆则会按照导航路线前往目的地，驾驶员需在必要时接管。

(2) **城市 NGP**：2022 年，小鹏推出的 XPILOT3.5 系统，可实现城市 NGP 功能。适用于城市主、支干道，场景复杂程度远高于高速情景，因此该系统搭载激光雷达支持。

(3) **XNGP**：22 年 10 月，小鹏推出的第二代辅助驾驶系统 XNGP。该系统与 Xpilot 最大的不同点在于不依赖高精地图，启用 XNet 深度视觉神经网络的感知能力，可实现全场景辅助驾驶。23 年 3 月以来，XNGP 已实现第一阶段能力，主要在上海、深圳、广州、北京四座有高精地图覆盖的城市开放城市 XNGP，同时也提升了全国其他无高精地图覆盖区域的智能辅助驾驶能力。24 年进化至完全形态的 XNGP 系统将不依赖高精地图，在全国各个城市都能无缝连接高速、城市、地下停车场等各种场景，实现从起点停车位到终点停车位全程无断点的辅助驾驶体验。基于当前开启城区 NGP 进展，XNGP 领先国内同行半年以上。

图表 70：小鹏不同 NGP 系统对比

	高速 NGP	城市 NGP	XNGP
所需系统	Xpilot3.0	Xpilot3.5	XNGP
是否依赖高精地图	√	√	×
适用范围	高速及城市快速路	城市主、支干道 (从广州扩展至上海、深圳)	全场景
适用车型	小鹏 P7 E 版/P 版，小鹏 P5 E 版/P 版，小鹏 G9 Pro 版/Max 版	P5 P 版、小鹏 G9 Max 版、小鹏 P7i Max 版	小鹏 G9 Max 版、小鹏 P7i Max 版

注：XNGP 系统在有高级驾驶辅助地图覆盖的城市主支干道体现为城市 NGP 能力，覆盖的高速/快速路体现为高速 NGP 能力
资料来源：汽车之家、华泰研究

平台化架构：扶摇架构全面整合最新技术，平台化造车成本大幅降低

扶摇架构全面整合了小鹏的最新核心技术。23 年 4 月，小鹏发布 SEPA 2.0 “扶摇”全域智能进化架构，整合小鹏汽车在动力补能、智能体系、整车智造等领域的最核心技术，重新定义高端智能电动汽车标准。小鹏 G6 是搭载扶摇架构的首款全新战略车型超智驾轿跑 SUV，4 月 18 号于上海车展正式亮相，6 月 9 日开启预售，预售价格 22.5 万元起。

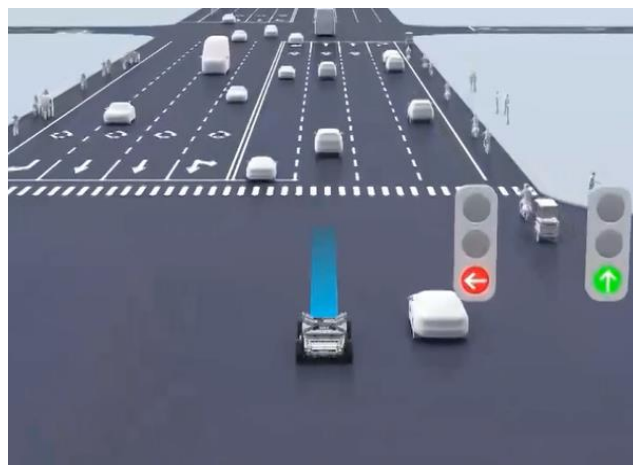
智能体系软硬件升级，加快开发迭代。扶摇架构支持小鹏辅助驾驶系统 XNGP，X-EEA 电子电气架构和 Xmart OS 车载智能系统。小鹏汽车自研的 X-EEA 电子电气架构采用了中央超算+区域控制的高融合硬件架构，能够搭载更高性能的芯片，并支持更高级别的智能辅助驾驶和更强大的智能座舱。由于 X-EEA 基于分层式软件平台架构，因此智能功能可更快速开发，加快 OTA 迭代速度。

图表71: Xmart OS 车载智能系统



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表72: XNGP 智能辅助驾驶系统

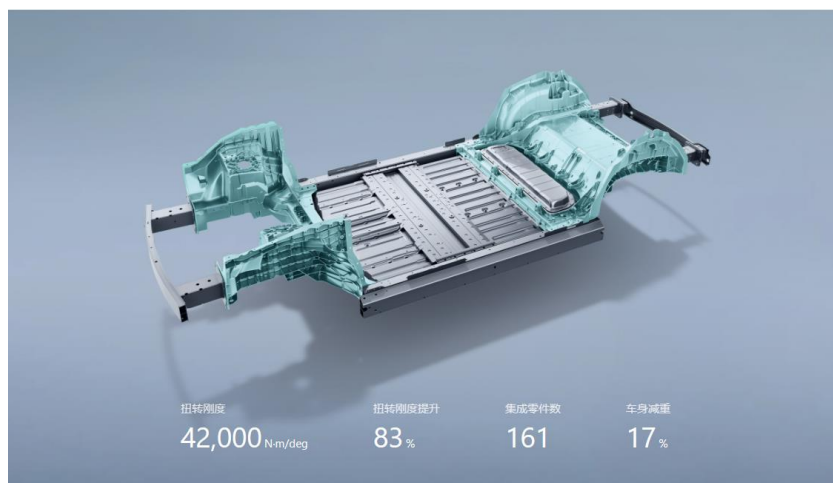


资料来源: 公司官网、华泰研究

全新电驱动力升级, 800V 高压充电再上台阶。扶摇架构整合了全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台、800V XPower 电驱和 X-HP 智能热管理系统三大技术。“扶摇”架构下的车型将标配国内首个量产 800V 高压 SiC 碳化硅平台, 相较 400V 充电平台功率最高提升 80%, 车桩结合最高可实现充电 5min, 续航 200km。全新 800V XPower 电驱可提高电机效率, 提高续航里程。

前后一体化压铸叠加 CIB, 整车制造提质降本。扶摇架构采用前后一体式铝压铸技术, 安全性更高、续航能力更强, 并提升车辆稳定性, 该技术还有望在工艺端减少整车制造成本。此外, 扶摇架构也整合了 CIB 电池车身一体化技术, 该技术有助于提供电池空间利用率、提升车架刚性。

图表73: 前后一体化压铸技术

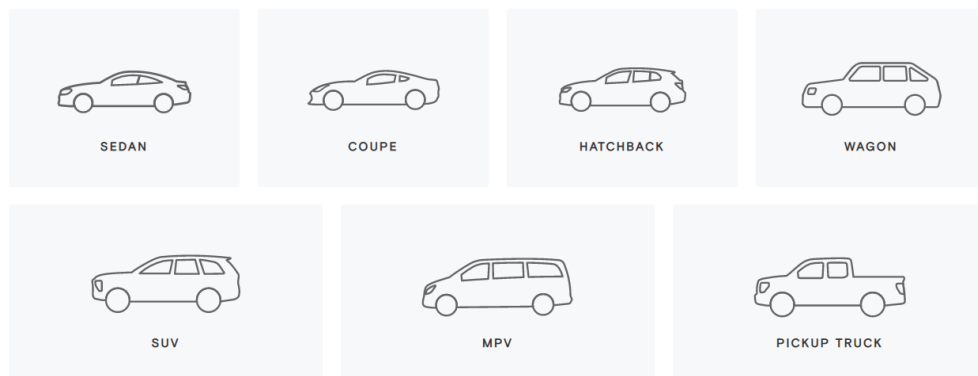


资料来源: 公司官网、华泰研究

扶摇架构是小鹏平台化造车的起点, 将显著降低成本。该架构可以覆盖 1800-3200mm 轴距不等的各种轿车、SUV、MPV、皮卡等车型。扶摇架构将有效降低成本增加, 根据小鹏技术架构发布会, 基于扶摇架构新车型研发周期将缩短 20%, 整车综合研发成本降低 50%, 零部件通用化率最高可达 80%, BOM 成本也将大幅降低; 同时, 前后一体式铝压铸和 CIB 电池车身一体化技术的应用, 也将显著降低成本。

图表74：扶摇架构可兼容大部分车型

兼容轴距1,800~3,200mm，可拓展三厢轿车、两厢车、运动轿跑等全车造型种类产品



资料来源：公司官网、华泰研究

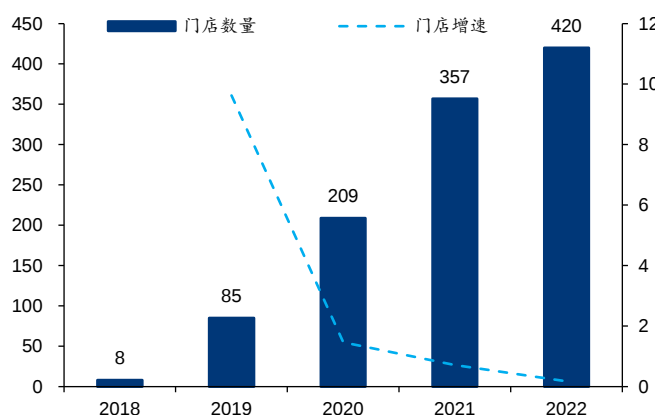
注重供应链成本控制，小鹏毛利率有望提升。23年5月25日，小鹏供应商大会上，董事长何小鹏指出“过去小鹏汽车的主要精力在创新，未来一年多时间我想把方向放在成本。”对比蔚小理23Q1毛利率，理想、蔚来、小鹏分别为19.1%和13.7%、9.4%，小鹏单车毛利率最低。该差异和产品定价有关，但小鹏对供应链成本控制不好，比如电池包类型不统一，在产线建设、工程开发、样件采购、验证测试等环节，投入大量重复成本。扶摇架构会囊括小鹏从22年底到2025年所有车，大规模地平台化、统一采购将降低供应链成本，成为公司在激烈竞争中补齐成本效率短板的关键一步。

销售渠道变革打开下沉市场，体系改革完成蓄势待发局

渠道变革：授权比例预期提高拓展下沉市场，渠道变革减少内耗影响

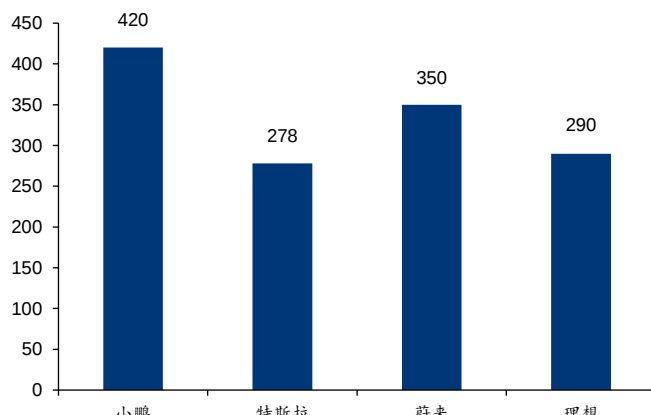
直营+授权，直销模式避免定价混乱。据小鹏官网显示，目前销售网络类型包括体验中心、服务中心、销售服务中心（4S）以及交付中心。截至 2022 年底，小鹏销售门店 420 家，高于蔚来和小鹏。门店覆盖 143 个城市，其中约 70% 为直营门店，30% 为代理商加盟。体验中心选址在城市中的购物中心，主要提供体验式的销售服务。销售服务中心与 4S 店类似，多数选址在传统的汽车商圈。体验中心和销售服务中心，既有小鹏的直营网点，也存在代理商网点。与传统经销商模式不同的是，小鹏的授权加盟店跳过了批发环节，客户在授权店挑选产品后通过线上系统直接向公司下单，授权加盟商无权调整价格，避免了定价混乱。

图表75：2018-2022 年小鹏汽车中国门店情况



资料来源：公司官网、华泰研究

图表76：截至 2022 年底小鹏等车企中国门店数量



资料来源：公司官网、华泰研究

授权比例预期提高，拓展三四线下沉市场。23 年 3 月，小鹏汽车提出将推进直营和授权，并随着时间授权比例会提高。小鹏汽车董事长何小鹏表示三四线渠道的体系会主要通过合作伙伴来进入，同时在产品规划上考虑更多能够适合于三四线渠道销售更好的车型。提升授权经销商占比有助于小鹏汽车建设资金沉淀、渠道成本控制，使公司在还未盈利的财务状况下，拓展销售门店更为从容。何小鹏还表示“渠道肯定会从仅面向销售的渠道朝着拥有 4S 功能的渠道转换”，从商超到传统汽车商圈，这也是特斯拉的选择。结合来看，一条授权合作伙伴建立 4S 渠道的下沉市场进军路线已然勾勒出来。

公司营销体系完成变革，从容面对激烈竞争。自建直营和授权经销商加盟两个渠道曾分别归属汽贸和用户发展服务中心（UDS）管理，当直营店和授权经销商发生利益冲突时，会引发内耗造成终端网络的混乱。因此，在小鹏营销体系的改革中，内部组织管理结构上，汽贸和 UDS 两个渠道团队完成合并；销售体系上，全国两大渠道的销售大区撤除，调整为小区制，每个小区内的直营门店和授权经销商均由小区负责人主管。公司还打造营销服务效率工具，建立对前线需求响应更快的中台，提升内部沟通和运营的效率。

体系变革：核心团队调整完成，组织结构进一步优化

公司核心团队调整完成，产品和渠道有望优化。原长城汽车总经理王凤英出任小鹏汽车总裁，全面负责小鹏汽车的产品规划、产品矩阵以及销售体系，向何小鹏直接汇报。而小鹏汽车原管理层重要人物卸任多个关键职务。王凤英主导了上述营销体系的变革，为公司渠道、销售服务、组织架构等多方面带来变化。引入在拥有三十余年行业经验的公司高管，有望帮助公司寻找汽车产品定位和市场需求，建立完整的销售体系和团队并强化小鹏汽车产品品类和渠道能力。

组织结构调整完成，补齐短板二次创业。2022 年 10 月，小鹏宣布了组织架构和人员调整，建立了战略、产规、技术规划、产销平衡、OTA 委员会五大虚拟委员会组织及 E、F、H 平台三大虚拟产品矩阵组织，分别负责提升各条业务线的沟通协作效率及打通端到端产品的全业务闭环，其中 E 平台已经完全成熟，F 和 H 平台将在 2023 年量产。从 23 年 2 月份起，小鹏汽车组织变化将更会扁平与聚拢，组织管理、设计、产品团队等直接向何小鹏汇报，以此提升规划能力、决策效率、执行效率，并降低全链条的成本。在内外造型设计上，何小鹏将直接管理造型团队，目前打造三个前瞻造型设计团队在内部竞争。内部变革完成后，小鹏将更有信心面对行业的秩序重塑，把握上升机会。

盈利预测与估值

汽车销量预期：

综合考虑到竞争加剧以及公司新品爬坡期，我们预计 23-25 年小鹏汽车销量预期 15.3/27.5/37.5 万辆。我们预计，重磅车型 G6 在 23-25 年的销量为 3.6/8.0/8.0 万辆。考虑到公司 G3/P7/P5/G9 等车型均会通过改款/换代等手段提升产品竞争力，我们保守预计，销量稳定在 1.2/5/2.8/2.5 万辆，比 22 年销量分别降低 0.5/0.9/1.0/-1.8 万辆，G9 由于在 22 年底上市，销量有所增加。新车型方面，X9 预计在 23 年底发布上市，23-25 年销量预测为 0.2/3.0/3.0 万辆，公司到 25 年之前将上市 10 款左右新车型，预计在 24-25 年分别带来增量 5/15 万辆。

图表77：小鹏汽车 2020-2025E 销量预期

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
小鹏新能源汽车销量(万辆)	2.7	9.8	12.1	15.3	27.5	37.5
同比增速	112%	263%	23%	27%	80%	36%
G3	1.2	3.0	1.7	1.2	1.2	1.2
P7	1.5	6.1	5.9	5.0	5.0	5.0
P5		0.8	3.8	2.8	2.8	2.8
G9			0.6	2.5	2.5	2.5
G6				3.6	8.0	8.0
X9-MPV				0.2	3.0	3.0
NewModel					5.0	15.0
ASP (万元)	20.5	20.4	21.1	23.4	24.4	24.4
G3	15.4	14.8	15.0	14.9	14.8	14.8
P7	24.6	23.6	24.4	24.2	24.1	24.0
P5		16.7	17.2	17.5	17.4	17.3
G9			31.0	31.0	30.8	30.7
G6				24.0	23.9	23.8
X9-MPV				30.0	29.9	29.7
NewModel					25.0	24.9
汽车销售收入 (亿元)	55.5	200.4	255.0	357.9	669.8	915.2
G3	18.5	44.1	26.0	17.9	17.8	17.7
P7	37.0	143.2	143.8	121.1	120.5	119.9
P5	0.0	13.2	65.5	49.0	48.8	48.5
G9	0.0	0.0	19.8	77.5	77.1	76.7
G6	0.0	0.0	0.0	86.4	191.0	190.1
X9-MPV	0.0	0.0	0.0	6.0	89.6	89.1
NewModel	0.0	0.0	0.0	0.0	125.0	373.1
其他	3.0	9.7	12.7	17.9	33.5	45.7

资料来源：公司公告、乘联会、汽车之家、华泰研究预测

图表78：小鹏汽车 2020-2025E 盈利预测

(百万人民币)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,844	20,988	26,855	37,583	70,328	96,095
同比	152%	259%	28%	40%	87%	37%
毛利	266	2,622	3,088	5,423	11,018	16,610
OPEX	11,901	11,902	11,903	13,783	15,957	17,448
销售与管理费用	2,921	5,305	6,688	8,270	9,785	11,147
研发费用	1,726	4,114	5,215	5,513	6,172	6,301
营业利润	-4,381	-6,797	-8,815	-8,361	-4,939	-837
营业外收入(支出)	1,437	1,272	-1,230	378	140	35
税前收益	-2,818	-4,837	-9,118	-7,552	-4,561	-667
所得税	-1	-26	-25	-21	-13	-2
归母净利润	-2,819	-4,863	-9,139	-7,573	-4,573	-669
稀释 EPS (元)	-6.47	-2.96	-5.29	-4.39	-2.65	-0.39
比率分析						
毛利率	5%	13%	12%	14%	16%	17%
营业费用率	80%	45%	44%	37%	23%	18%
销售与管理费用率	50%	25%	25%	22%	14%	12%
研发费用率	30%	20%	19%	15%	9%	7%
净利率	-48%	-23%	-34%	-20%	-7%	-1%

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

我们对小鹏财务状况预测如下：

- 5) **收入**：受益于 G6 和 P7i 上市放量，公司 25 年之前将推出 10 款新车，预计新车型均价为 25 万元（公司产品主销区间 20-30 万元），收入持续增长，我们预计 23-25 年的公司整体营业收入为 376/703/961 亿元。
- 6) **毛利率**：受益于产品平台化带来零部件共用率提升，以及规模效应带来采购、生产制造成本降低，预计公司汽车业务毛利率提升，带动公司整体毛利率提升，我们预测 23-25 年的整体毛利率为 14%/16%/17%。
- 7) **期间费用率**：考虑到管理逐步优化，新产品及智能化相关的研发费用持续投入，我们预计 23-25 年销售与管理费用率为 22%/14%/12%，研发费用率为 15%/9%/7%。管理费用率方面，主要与人员数量相关，公司已完成主要的人员、架构调整优化，我们预计，后续管理费用年增幅预期为 10-20 亿元，由于 23-25 年收入增速较快，且经销模式占比提升，销售及管理费用率下降；研发费用方面，公司已完成自动驾驶、扶摇平台的系统搭建及先期研发，我们预计，研发费用的绝对金额稳定在 50-65 亿元左右。
- 8) **净利率与净利润**：我们预计公司 23-25 年净利率为 -20%/-7%/-1%，净利润分别为 -76/-46/-7 亿元。

我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)和比亚迪股份(1211 HK)视作小鹏的可比公司，考虑到重磅产品 G6 即将上市，销量即将快速增长期，我们给予小鹏汽车 2.3x 2023E PS，较可比公司平均的 1.8x 高 0.5x。我们给予公司目标价 55.01 港币。

图表79：可比公司估值表

公司	股票代码	市值	股价变化	企业价值	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
		(十亿美元)	YTD	(十亿美元)	2032E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
理想	2015 HK	36.7	-12.88%	31.7	13.4	21.1	2.4	1.5	2.7	1.7
蔚来	9866 HK	15.7	-62.20%	16.3	9.6	14.6	1.7	1.1	1.6	1.1
BYD	1211 HK	100.8	-20.30%	97.7	87.2	108.3	1.1	0.9	1.2	0.9
平均							1.7	1.2	1.8	1.3

注：1 元人民币=1.09 港币；市值、股价、企业价值截至 6 月 28 日；营收预测来自 Wind 一致预期

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究预测

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

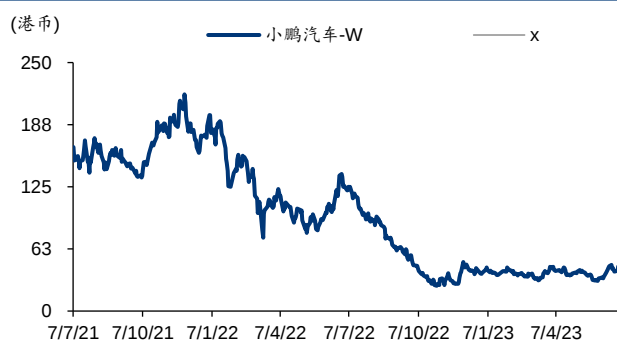
2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现问题，断供导致整体乘用车销量不及预期；

3) 公司产品发布、订单不及预期

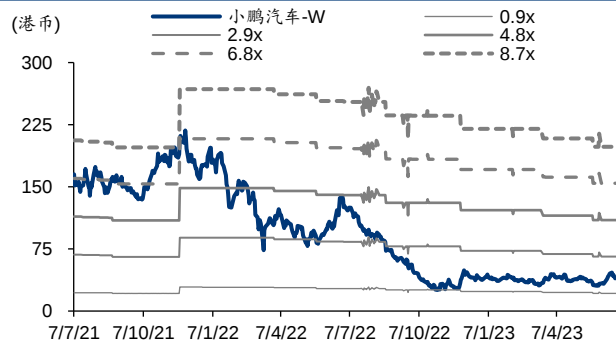
公司推出新品速度慢、量产爬坡不及预期，订单量出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

图表80：小鹏汽车-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表81：小鹏汽车-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,988	26,855	37,583	70,328	96,095
销售成本	(18,366)	(23,767)	(32,161)	(59,311)	(79,485)
毛利润	2,622	3,088	5,423	11,018	16,610
销售及分销成本	(5,305)	(6,688)	(8,270)	(9,785)	(11,147)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(4,114)	(5,215)	(5,513)	(6,172)	(6,301)
财务成本净额	688.00	927.00	430.94	238.42	135.01
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(4,837)	(9,118)	(7,552)	(4,561)	(667.40)
税费开支	(26.00)	(25.00)	(20.71)	(12.50)	(1.83)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(4,863)	(9,139)	(7,573)	(4,573)	(669.23)
折旧和摊销	(802.28)	(1,102)	(1,257)	(1,463)	(1,662)
EBITDA	(4,723)	(8,943)	(6,726)	(3,336)	859.70
EPS (人民币, 基本)	(2.96)	(5.29)	(4.39)	(2.65)	(0.39)

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	2,662	4,521	4,413	10,415	9,456
应收账款和票据	4,922	6,339	8,277	17,120	17,581
现金及现金等价物	37,493	29,636	23,477	12,651	22,589
其他流动资产	3,754	3,031	3,181	4,181	4,181
总流动资产	48,831	43,527	39,347	44,366	53,808
固定资产	5,425	10,607	12,005	13,041	13,877
无形资产	879.00	1,043	1,092	1,035	977.22
其他长期资产	12,380	18,503	18,621	26,528	26,288
总长期资产	16,821	27,964	31,718	40,604	41,143
总资产	65,651	71,491	71,066	84,970	94,951
应付账款	17,173	19,807	21,287	34,728	40,341
短期借款	373.00	2,910	3,958	5,377	6,796
其他负债	466.00	1,398	2,398	2,398	2,398
总流动负债	18,013	24,115	27,643	42,503	49,535
长期债务	2,865	6,468	10,086	13,704	17,322
其他长期债务	2,627	3,998	3,998	3,998	3,998
总长期负债	5,492	10,465	14,084	17,702	21,320
股本	59,981	60,691	60,691	60,691	60,691
储备/其他项目	(17,835)	(23,780)	(31,353)	(35,926)	(36,595)
股东权益	42,146	36,911	29,338	24,765	24,096
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	42,146	36,911	29,338	24,765	24,096

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(10.11)	(5.65)	(8.98)	(14.86)	(101.56)
PB	1.17	1.40	2.32	2.74	2.82
EV EBITDA	(8.50)	(6.31)	(10.15)	(25.22)	92.17
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(3.89)	(17.14)	(13.46)	(9.95)	6.48

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(4,723)	(8,943)	(6,726)	(3,336)	859.70
融资成本	(688.00)	(927.00)	(430.94)	(238.42)	(135.01)
营运资本变动	6,296	(642.00)	(348.94)	(1,405)	6,110
税费	(26.00)	(25.00)	(20.71)	(12.50)	(1.83)
其他	260.70	2,586	1,281	(761.58)	135.01
经营活动现金流	1,120	(7,951)	(6,246)	(5,753)	6,968
CAPEX	(4,318)	(2,614)	(2,500)	(2,343)	(2,343)
其他投资活动	(28,758)	(4,358)	(215.54)	(8,005)	142.24
投资活动现金流	(33,076)	(6,972)	(2,716)	(10,348)	(2,201)
债务增加量	840.00	6,139	4,666	5,037	5,037
权益增加量	13,110	710.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,099)	(5,020)	430.94	238.42	135.01
融资活动现金流	8,851	1,829	5,097	5,275	5,172
现金变动	(19,543)	(7,463)	(3,864)	(10,826)	9,939
年初现金	31,542	11,635	4,172	307.79	(10,519)
汇率波动影响	(363.00)	NA	0.00	0.00	0.00
年末现金	11,635	4,172	307.79	(10,519)	(579.89)

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	259.00	28.00	39.95	87.13	36.64
毛利润	885.71	17.77	75.60	103.18	50.76
营业利润	55.15	29.69	(5.15)	(40.93)	(83.04)
净利润	72.51	87.92	(17.14)	(39.61)	(85.37)
EPS	(54.28)	78.89	(17.14)	(39.61)	(85.37)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	12.49	11.50	14.43	15.67	17.29
EBITDA	(23.00)	(33.00)	(17.90)	(4.74)	0.89
净利润率	(23.17)	(34.03)	(20.15)	(6.50)	(0.70)
ROE	(12.70)	(23.12)	(22.86)	(16.91)	(2.74)
ROA	(8.81)	(13.33)	(10.62)	(5.86)	(0.74)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(81.28)	(54.88)	(32.15)	25.96	6.34
流动比率	2.71	1.80	1.42	1.04	1.09
速动比率	2.56	1.62	1.26	0.80	0.90
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.38	0.39	0.53	0.90	1.07
应收账款周转天数	65.64	75.48	70.00	65.00	65.00
应付账款周转天数	240.52	280.07	230.00	170.00	170.00
存货周转天数	39.25	54.40	50.00	45.00	45.00
现金转换周期	(135.62)	(150.19)	(110.00)	(60.00)	(60.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	(2.96)	(5.29)	(4.39)	(2.65)	(0.39)
每股净资产	25.65	21.39	17.00	14.35	13.96

资料来源：公司公告、华泰研究预测

升级 NT2.0 平台，降价保量

华泰研究

2023 年 6 月 30 日 | 美国

首次覆盖

乘用车

投资评级(首评):

买入

目标价(美元):

12.22

研究员

宋亭亭

SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 + (86) 21 2897 2228

联系人

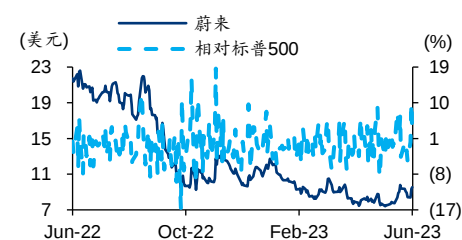
陈诗慧

SAC No. S0570122070128 chenshihui@htsc.com
SFC No. BTK466 + (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	12.22
收盘价(美元 截至 6 月 28 日)	9.52
市值(美元百万)	15,895
6 个月平均日成交额(美元百万)	452.05
52 周价格范围(美元)	7.00-23.28
BVPS(美元)	2.08

股价走势图



资料来源: S&P

定位国产高端电动品牌，新产品迎放量周期，给予“买入”评级

蔚来定位新能源豪华车市场，22 年 40 万以上纯电市场占有率 74%。公司产品全系切换 NT2.0 平台，产品体系竞争力全面提升，我们预计公司 23-25 年总销量分别为 19.7/28.4/40.4 万辆，营业收入分别为 726/984/1269 亿元，研发支出增加、服务网络铺设等费用增多，净利润预测为-100/-54/7 亿元。我们采用可比公司估值法，参照理想汽车 (LI US) 和小鹏汽车 (XPEV US)、比亚迪股份 (1211 HK)，给予蔚来目标价 12.22 美元，与可比公司平均的 2.0x 2023E PS 持平，首次覆盖给予“买入”评级。

全系车型升级 NT2.0 平台，产品竞争力进一步提升

蔚来全系产品从 NT1.0 平台逐步切换 NT2.0 平台，新平台产品在外观、内饰、舒适配置、智能化等方面全面的提升。23 年 1-4 月，行业竞争格局恶化，公司清理 NT1.0 平台库存，而 NT2.0 平台在售仅 ET5、ET7、ES7 三款车型，导致交付不及预期，4 月销量 0.67 万辆，环比下降 36%。5 月换代 ES6 已上市交付，6-7 月即将量产交付的全新 ES8、EC7、换代 EC6 以及 ET5 猎装版，共 8 款车型，预计 7 月全部切换至 NT2.0 新平台。我们预期 150kWh 电池、城市辅助驾驶等新技术在下半年落地，产品竞争力进一步增强。强产品和新技术叠加，公司月销量有望逐步回暖。

重磅车型全新 ES6 于 5 月 24 日上市，预期稳态月销 6000-7000 辆

全新一代 ES6 基于 NT2.0 平台打造，性能全面提升。①外观设计简洁大方；②座舱舒适和智能升级，座椅兼顾柔软和支撑性，首发搭载蔚来智能系统 Banyan2.0.0，增加了加电路径规划、车机端“专属服务”应用；③动力百公里加速提至 4.5 秒；④智驾方面，标配 4 颗 Orin 芯片，增加激光雷达，并即将在 7 月推送 BEV 的 NOP+。全新 ES6 起售价 33.8 万，比 22 款 ES6 起售价降低 4.8 万元，上市即交付。由于产品升级、售价降低、交期缩短，结合竞品销量表现，我们预期全新 ES6 的稳态月销 6000-7000 辆。

不选换电权益车价降 3 万，“在家充电、在外换电”提升补能体验

6 月 12 日，公司将标配“升级包权益”变为选装，不选权益车价直降 3 万元，给消费者更多选择。公司以服务用户作为核心理念，通过极致的购车流程体验、一站式售后服务响应来打造品牌认知。从购车、维修服务、社区运营等，从客户角度出发，提供最优体验。蔚来补能策略为“在家充电、在外换电”，截至 23 年 5 月，蔚来建成充电站数量 2604 座；换电站数量 1417 座，第三代换电站效率再升级，换电缩短至 4 分钟，且探索换电站功能，基于高速 NOP 推出路径规划功能，可在沿途自动添加换电站。

风险提示：电动车需求增长不及预期；智能化配置用户需求不及预期等。

经营预测指标与估值

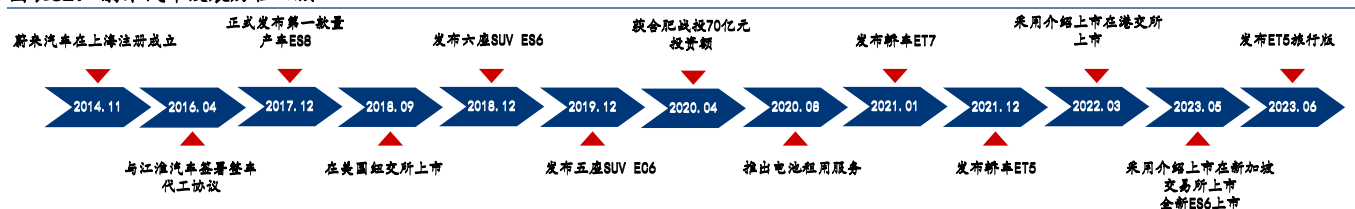
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	36,136	49,269	72,583	98,363	126,851
+/-%	122.27	36.34	47.32	35.52	28.96
归属母公司净利润(人民币百万)	(3,986)	(13,902)	(9,976)	(5,373)	741.48
+/-%	(24.79)	248.80	(28.24)	(46.14)	(113.80)
EPS(人民币, 最新摊薄)	(2.53)	(8.56)	(6.14)	(3.31)	0.46
ROE(%)	(11.41)	(42.51)	(35.89)	(19.48)	2.38
PE(倍)	(0.58)	(0.17)	(0.24)	(0.44)	3.21
PB(倍)	0.06	0.09	0.08	0.09	0.07
EV EBITDA(倍)	(43.54)	(9.73)	(11.84)	(29.29)	39.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

定位高端电动品牌，已实现三地上市

坚定高端电动车品牌战略，已实现三地上市。蔚来汽车于 2014 年正式注册成立，成立之初就确定了全球化的高端电动车品牌战略。2016 年 4 月，蔚来与江淮汽车签署百亿代工协议，整车交由江淮汽车代工。17 年 12 月，蔚来发布 ES8，首次推出了换电模式，2018 年全年交付超 11000 辆。蔚来于 18、19 年分别发布 ES6 和 EC6，并于 20 年月获合肥战投 70 亿元投资。蔚来于 21 年、22 年相继发布轿车 ET7 和 ET5，SUVES7，轿跑 SUV EC7，完善了产品矩阵。22 年，蔚来采用介绍上市的方式分别在港交所和新加坡交易所上市。

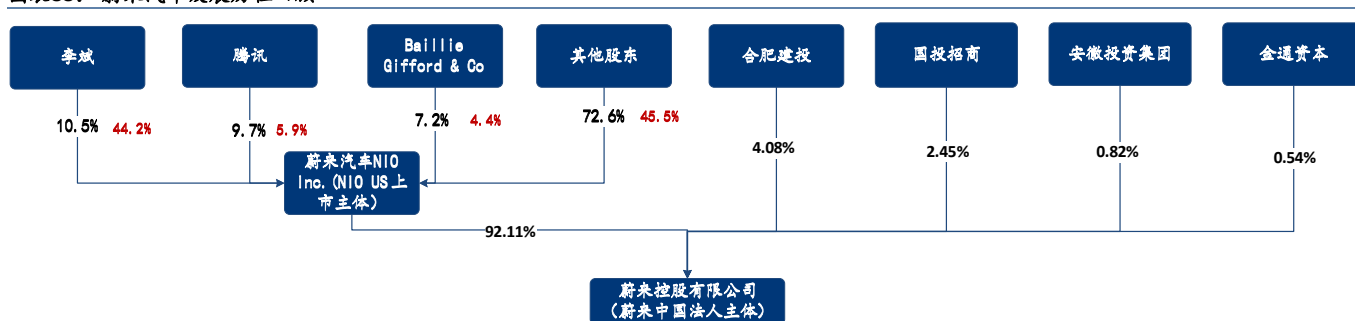
图表82：蔚来汽车发展历程回顾



资料来源：公司官网，汽车之家，华泰研究

公司的股权结构稳定，创始人李斌投票权占比超过 42%。截至 22 年 12 月 31 日，公司前三大股东分别为李斌、腾讯、Baillie Gifford。公司采用 ABC 股权架构（投票权 1:4:8），创始人李斌持股占比 10.5%，投票权比例为 44.2%，投票权占比最高；腾讯的持股比例 9.7%，投票权比例为 5.9%；Baillie Gifford 持股比例为 7.2%，投票权比例为 4.4%。

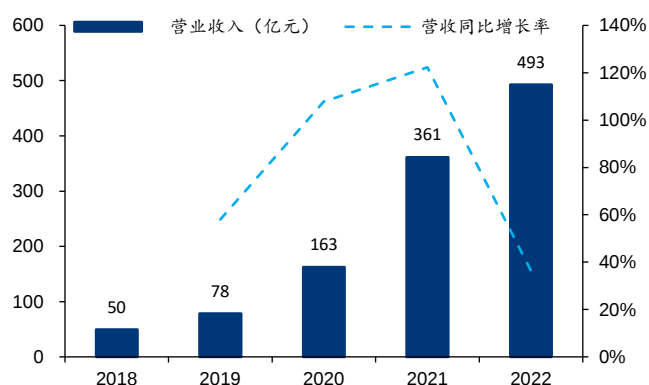
图表83：蔚来汽车发展历程回顾



资料来源：公司公告，华泰研究

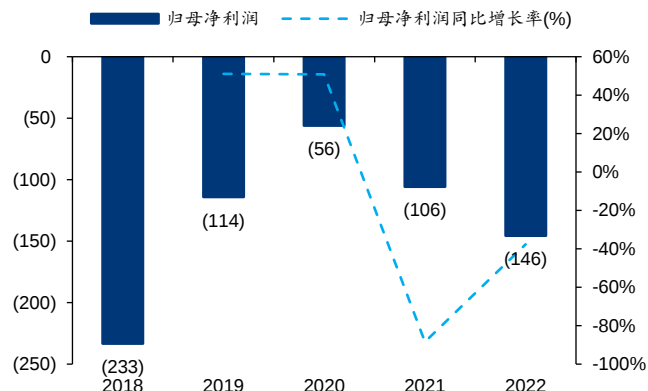
22 年收入创历史新高，毛利率下滑趋势将逐渐改善。18-22 年，公司收入分别为 50/78/163/361/493 亿元，年复合增速 77.2%。22 年，公司均价 40.22 万元，月平均销量 1.02 万辆。22 年，公司研发费用 108.4 亿元，同比增加 126%。22 年以来，电池原材料碳酸锂价格走高，叠加清理老款 EC6/ES6/ES8 推出补贴等原因，公司毛利率下滑明显。考虑到 23 年以来碳酸锂价格有所降低，且全系产品即将完成切换 NT2.0 平台，我们预期蔚来毛利率将企稳回升。

图表84：蔚来汽车 2018-2022 年营收情况



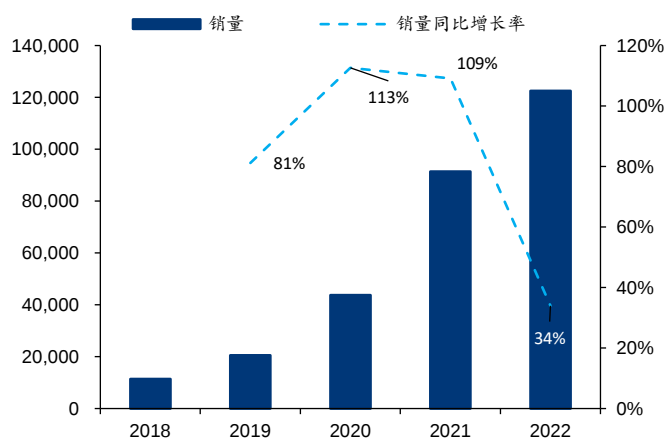
资料来源：Wind、华泰研究

图表85：蔚来汽车 2018-2022 年利润情况



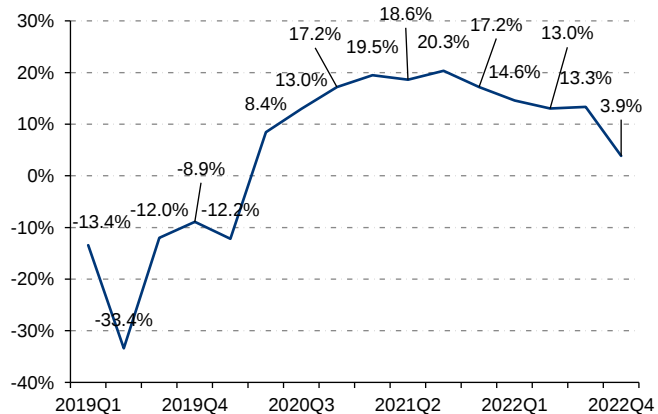
资料来源：Wind、华泰研究

图表86：蔚来汽车 2018-2022 年销量情况



资料来源：Wind、公司年报、华泰研究

图表87：蔚来汽车 2019Q1-2022Q4 分季度毛利率情况



资料来源：Wind、公司年报、华泰研究

公司股价主要受产品上市节奏及供应链短缺影响。蔚来于 2018 年 9 月在美国纽交所上市，年底 ES6 上市带动股价上涨，最高股价 10.64 美元。2019 年公司 ES6 量产不及预期，ES8 销量下滑，公司亏损增大，股价低迷，最低价位 1.19 美元。20 年以来，蔚来中国总部落户合肥，得到战略投资者的注资，随着 ES6、EC6、ES8 销量爬坡至 7000 台，蔚来股价大幅上升，2021 年 1 月达到最高为 66.99 美元。2021 年以来，受芯片短缺、市场竞争加剧、ET7 和 ET5 量产及交付进展不及预期、中概股退市风险等影响，公司股价持续回调。23 年公司产品处于全系从 NT1.0 平台切换 NT2.0 平台的阶段，23 年 1-4 月交付量 3.77 万辆，4 月销量下滑至 0.67 万辆，4 月销量环比下降 36%，受销量下滑影响，股价持续低迷，5-6 月，ES6/ET5 发布，公司销量预期转好，股价回升。

图表88：2018 至今蔚来汽车股价复盘（单位：美元）

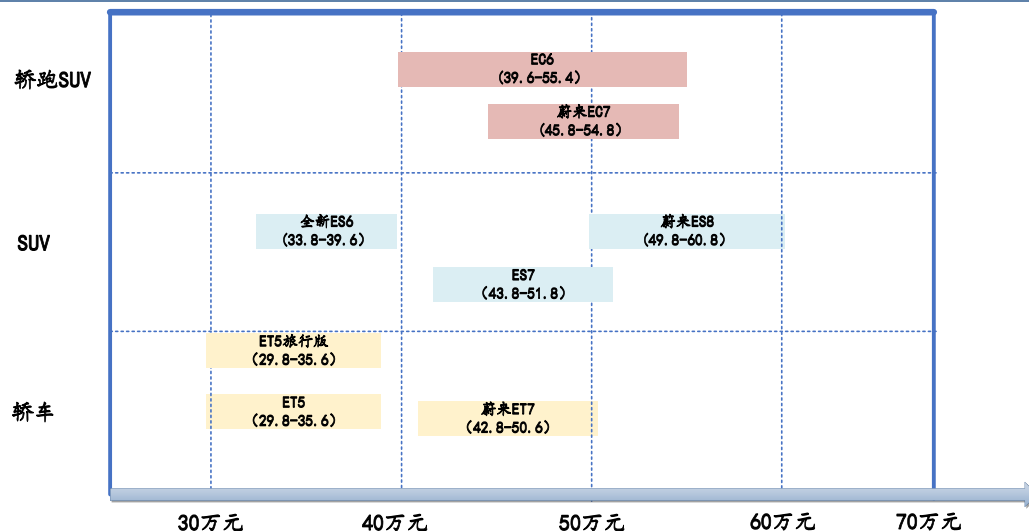


资料来源：Wind、乘联会、公司公告、华泰研究

全系车型升级 NT2.0 平台，产品竞争力进一步提升

蔚来定位豪华车市场，40 万元以上纯电市场销量夺冠。当前蔚来产品分为 ES (SUV)、EC (轿跑 SUV)、ET (轿车) 三个系列共 7 款车型，覆盖了中大型和中型 SUV，中大型和中型轿车以及轿跑市场。蔚来 ES8 是公司的第一款量产车，2018 年交付破万，位居新势力第一。18 年发布的 ES6 外观内饰设计高端大气，细节精美，智能化体验强，保持了长期的热销。22 年，当年交付的轿车 ET7 和 ET5 相继成为了主力车型，同年，采用 NT2.0 平台的 ES7 成为蔚来的主力 SUV 车型。据交强险数据，22 年蔚来在 40 万元以上纯电细分市场占有率达到 73.9%。

图表89：蔚来汽车产品布局



资料来源：汽车之家，华泰研究

图表90：2022 年 30-40 万元纯电动车上险量排行

单位：辆	销量	起售价（万元）
蔚来 ES6	42,332	38.6
宝马 ix3	26,669	39.99
蔚来 EC6	17,265	39.6
宝马 i3	14,434	34.99
蔚来 ET5	10,400	32.8
小鹏 G9	6,332	30.99
智己 L7	4,654	33.88
奔驰 EQB	4,064	35.18
奔驰 EQA	3,423	32.18
飞凡 R7	2,935	30.25

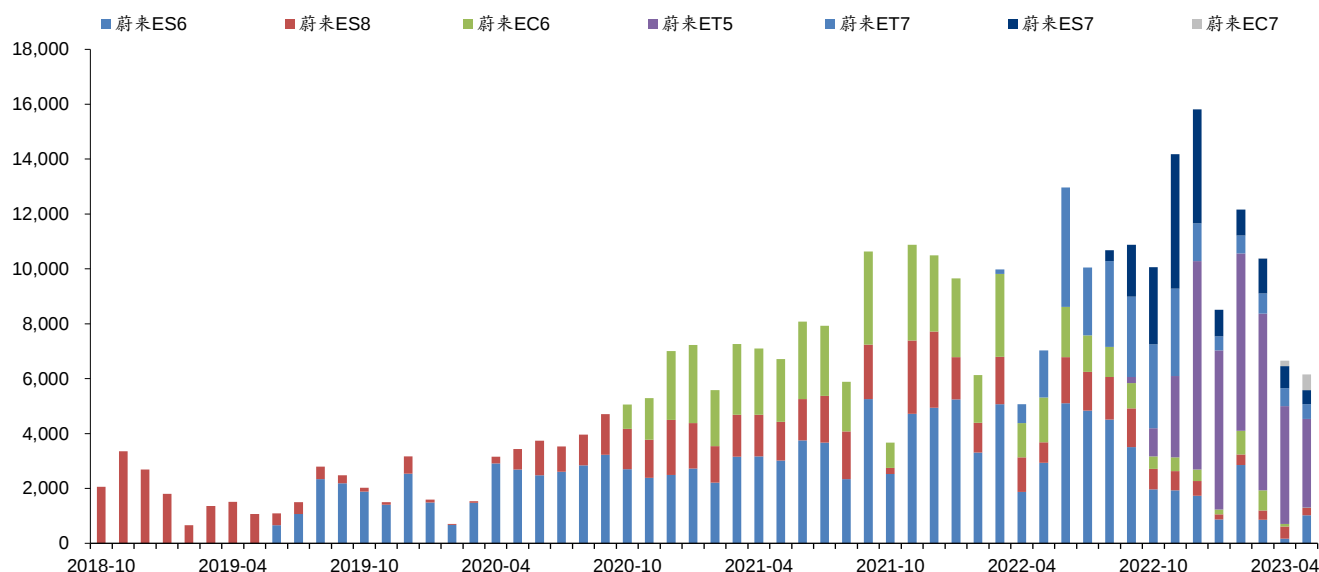
资料来源：交强险、汽车之家、华泰研究

图表91：2022 年 40 万元纯电动车上险量排行

单位：辆	销量	起售价（万元）
蔚来 ET7	22,910	45.8
蔚来 ES7	13,746	46.8
蔚来 ES8	13,505	49.6
高合 HiPhi X	4,349	57
保时捷 Taycan	3,292	89.8
奔驰 EQC	3,220	49.19
红旗 E-HS9	2,672	50.98
LYRIQ 锐歌	2,461	43.97
宝马 M	1,684	74.69
奔驰 EQE	1,627	47.8

资料来源：交强险、汽车之家、华泰研究

图表92：2018-2023.5 蔚来汽车各车型销量变化



资料来源：公司官网，汽车之家，华泰研究

平台迭代至 2.0，体系竞争力加强。蔚来的平台造车循序渐进，第一代“866”的三款 SUV 车型均基于 NT1.0 平台打造，其中 ES8 是第一款量产车，ES6 较之略小，EC6 是从 ES6 衍生而来的轿跑版本，NT1.0 平台的三款车型跨度不大。基于 NT2.0 平台开发的“775”组合中，ET7、ET5 分别是中大型、中型纯电轿车，ES7 是能配备拖车钩的大五座纯电 SUV，尺寸和定位跨度明显提升，其轿车 ET7 和 ET5 在 2022 年发挥了主要销量支撑作用。22 年第二代平台车型在 ET7 和 ES7 在 40 万元以上纯电市场占有率分别为 25.1%和 15.1%。23 年蔚来将全面切换为第二代平台，除目前第二代平台在售的 ET5、ET7、ES7、换代 ES6、ET5 旅行版外，还包括全新 ES8、EC7、换代 EC6，总计将有 8 款车型。

全新蔚来 ES6 于 5 月 24 日上市，产品升级、售价降低、交期缩短，我们预期稳态月销 6000-7000 辆。

(1) 全新 ES6 性能全面提升：ES6 基于全新的 NT2.0 平台打造，在外观、内饰、舒适配置、智能化等方面全面的提升。①外观设计简洁大方，全新 ES6 比上一代产品的轴距更长、车身更宽、高度更低，运动性更强；②座舱方面，ES6 首次在扬声器上采用专属定制的声学面料，具备良好透音性；座椅采用兼顾柔软和支撑性，从表面包覆材料到座椅骨架层共计 9 层支撑，主副驾座椅标配 20 向调节，含悬浮式 4 向可调节头枕，女王座驾支持零重力座椅；首发搭载蔚来智能系统 Banyan2.0.0，增加加电路径规划、车机端“专属服务”应用；③动力方面，零百加速从上一代 5.6 秒提升至 4.5 秒；④智驾方面，标配 4 颗 Orin 芯片，增加激光雷达，7 月基于 BEV 的 NOP+正式版将提供服务，城区 NAD 近期将在上海开通小规模体验；

(2) 起售价降低 4.8 万元（6 月 12 日降价后）：相较于 2022 款 ES6 起售价 38.6 万元，全新 ES6 起售价降 4.8 万元，与 2018 年发布的第一代 ES6 起售价 35.8 万元便宜 2 万元。降价主要由于电池成本下降、服务包分离所致，根据我们测算，碳酸锂降至 20 万元/吨，相比 22Q4，电池每 kWh 成本下降 282 元，ES6 提供 75kWh 和 100kWh 两种版本，可分别节省 21150 元和 28200 元；

(3) 上市即交付：此前蔚来产品发布到交付周期长，例如 ET7 在 2021 年 1 月发布，2022 年 3 月交付；ET5 发布于 2021 年 12 月，交付时间是 2022 年 9 月。本次 ES6 上市即开启交付，大幅缩短用户等待时间，预计将减少有效订单的流失。

图表93：蔚来 ES6 竞标车型参数对比

	全新 ES6 23 款 75kWh	理想 L7 Max	宝马 iX3 2022 改款 创领型	奔驰 GLC 23 款 260L 4MATIC 动感型
价格 (万元)	33.8	37.98	44.5	42.78
长/宽/高/轴距 (mm)	4854/1995/1703/2915	5050/1995/1750/3005	4746/4891/1683/2864	4826/1890/1714/2977
智能座舱				
座椅材质	仿皮	真皮	仿皮	仿皮
前排通风按摩	可选	√	-	-
第二排座椅调节	靠背调节	靠背+腰部调节	靠背调节	-
手势控制	-	√	-	-
扬声器数量	23	21	16	7
HUD	√	√	√	-
动力及底盘				
动力形式	纯电	增程	纯电	汽油
CLTC 续航里程 (km)	490	210	535	-
快充时间 (小时)	换电	0.5	0.75	-
最大功率	360	330	210	150
百公里加速 (s)	4.5	5.3	6.8	8.2
空气悬架	-	√	-	-
辅助驾驶				
热泵空调	√	-	√	-
智驾芯片	1016TOPS 4 颗 Orin-X	508TOPS 双 Orin-X	-	-
摄像头数量	11	11	-	-
毫米波雷达数量	5	1	-	-
激光雷达数量	1	1	-	-
遥控泊车	√	-	-	-
匝道自动驶出 (入)	可选	-	-	-
远程召唤	√	√	-	-

资料来源：汽车之家、华泰研究

参照 ES6 上一代车型销量、主要竞品的定价、产品力、销量，综合考虑全新 ES6 的产品力升级、降价及交付周期变短等因素，我们初步预测全新 ES6 月度稳态交付量有望达到 6000-7000 辆。

图表94：蔚来 ES6 及竞品销量 (单位：辆，万元)

	2022 年销量 (辆)	官方定价 (万元)	经销商折扣后价格 (万元)	动力形式
蔚来 ES6 (第一代)	42012	38.6-55.4	38.6-55.4	纯电
理想 L7	11119	31.98-37.98	31.98-37.98	增程
(2023 年 5 月销量)				
宝马 X3	146443	39.96-48.69	33.17-48.69	燃油
奔驰 GLC	150000	40.63-53.13	34.12-53.13	燃油
奥迪 Q5L	141073	39.68-48.88	32.18-38.18	燃油

资料来源：乘联会、汽车之家、华泰研究

6 月 12 日，蔚来宣布全系新车起售价降低 3 万，并下调首任车主用车权益。降价后，重要车型 ET5 29.8 万起，全新 ES6 33.8 万起，ET7 42.8 万起，全新 ES8 49.8 万起。BaaS 车电分离购买模式下，ET5 22.8 万起，全新 ES6 26.8 万起，ET7 35.8 万起。权益下调方面，①整车质保从 10 年不限里程下调至 6 年 15 万公里；②每月 4 次终身免费换电权益不再作为基础用车权益，用户可选择单次付费进行换电；③车联网从终身免费下调至 6 年免费。如用户需要以上权益，需购买 3 万元的“权益升级包”。老用户则保持原有权益不变，复购新车可将权益转移至新车，或通过放弃权益来抵扣 3-5 万元车款。

本次降价后，蔚来的销量、利润等财务指标有望逐步好转。23Q1，蔚来汽车销量 3.1 万辆，到 4-5 月，销量下滑至 6658 和 6155 辆。23Q1 蔚来毛利率 1.5%，净亏损 47.4 亿，通过全系降价，公司各车型的竞争力提升，例如 ES6 在和极氪 001、小鹏 G9、理想 L7 等竞品对比中，性价比提高，我们预计全新 ES6 稳态销量有望达 6000-7000 辆。6 月 15 日，公司下一款重磅车型 ET5 猎装版（ET5 Touring）正式上市，开启全球交付。NT2.0 8 款新品带动下，预计 23H2 公司销量有望达到月销 2 万辆的目标，毛利率有望恢复至 15% 以上。

图表95：6月12日蔚来全系产品降价3万元

车型	整车购买起售价（万元）		BAAS 购买起售价（万元）	
	原价	现价	原价	现价
ET5	32.8	29.8	25.8	22.8
全新 ES6	36.8	33.8	29.8	26.8
ET7	45.8	42.8	38.8	35.8
ES7	46.8	43.8	39.8	36.8
EC7	48.8	45.8	41.8	38.8
全新 ES8	52.8	49.8	45.8	42.8

资料来源：乘联会、汽车之家、华泰研究

图表96：蔚来权益变更明细

项目	降价后权益	升级包权益（3万元）
整车质保	6 年或 15 万公里	整车 10 年不限里程
三电质保	10 年不限里程	整车 10 年不限里程
车联网流量	6 年免费车联网，每月 8GB 流量	终身免费车联网，每月 8GB 流量
道路救援	终身免费道路救援	终身免费道路救援
充电桩	2023 年 7 月 31 日（含）前支付定金购买全新 ES6 及全新 ES8 的用户，仍可获赠免费家充桩	2023 年 7 月 31 日（含）前支付定金购买全新 ES6 及全新 ES8 的用户，如同时购买了【权益升级包】，可以选择放弃免费家充桩权益，将免费换电次数升级为每月 6 次
免费换电	用户可选择单次付费进行换电	终身免费换电（每月 4 次）

资料来源：蔚来官网、华泰研究

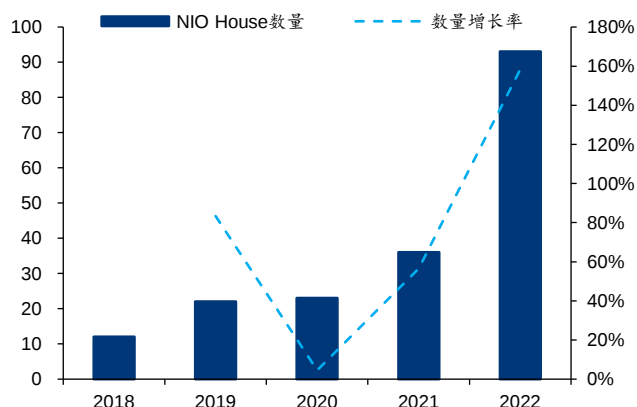
服务+换电，多维度打造独特竞争力

用户服务打造口碑护城河，社区服务体验树立新标杆

服务用户作为核心理念，通过极致的购车流程体验、一站式售后服务响应来打造品牌认知。李斌指出，蔚来把服务用户作为企业最底层核心理念。为给用户提供超越期待的全程体验，蔚来承担了不菲的成本，也让蔚来形成了差异化的竞争力和品牌认知，培养了用户的品牌认同感。蔚来的全流程服务大致包含购车/提车服务，用车服务，社区服务。用车服务由车主权益和服务无忧组成，车主权益方面，蔚来首任车主自动享有终身免费质保、终身免费道路救援和终身免费车联网服务。“服务无忧”的年费约 1.2 万元人民币，包含保险代办、代理理赔，维修保养等，维修期间，蔚来还提供代步车和上门补胎等服务。

线上+线下，蔚来打造车主社区服务体验。蔚来通过线下空间 NIO House，线上空间蔚来 App，周边品牌 NIO Life，和积分体系引导车主参与社区活动，享受社区服务，增强用户粘性。蔚来中心 NIO House 作为蔚来汽车的线下体验店，选址多在地标建筑，每一家蔚来中心都提供展厅、办公、阅读、休闲、成长、聚会、城市文化服务等多种功能。日活已超 20 万的蔚来 App 负责进一步建立社交连结，用户可以在 NIO app 中相互交流、组织活动、发布日常；蔚来高管亲自在 APP 中与用户互动，引导用户参与品牌共创。NIO Life 产品有箱包、服饰、食品饮料等，可用积分兑换，塑造品牌认同。贯穿整个社区运营的是两套积分系统。普通积分可以在惊喜商城、车商城、蔚来中心、一键加电、目的地出行等多个场景下兑换商品或服务。“蔚来值”则可以用于社区内对重大事件进行投票，今年 5 月全新 ES6 上市，蔚来曾在社区发起投票征询用户对 ES6 定价的建议。

图表 97：2018-2022 年 NIO House 数量变化



资料来源：公司官网、华泰研究

图表 98：用户通过蔚来 APP 组织同城活动

同城活动



资料来源：蔚来 APP、华泰研究

能源服务体系日趋完善，换电技术打造独特优势

蔚来提出的 NIO Power 是基于移动互联网的加电解决方案，拥有广泛布局的充换电设施网络，依托蔚来云技术，搭建了“可充可换可升级”的能源服务体系，为车主提供全场景化的加电服务。在家充电，在外换电：

(1) 家用场景：蔚来推出 7kW 家充电桩，2.0 体积小功能强，首桩权益随车附赠，20kW 家用快充桩在蔚来的充电版图中，是目的地充电的主力，也就是民宿、景点、商圈等 2 小时以上的活动场景。蔚来李斌总在 2022NIO DAY 上表示，截止 22 年 12 月，蔚来已经为用户安装超过 16 万根家充电桩，蔚来用户家充电桩安装比例应该是所有品牌中最高的。

(2) 外出场景：截至 23 年 5 月，蔚来建成 2604 座蔚来充电站，1417 座蔚来换电站，并兼容 71 万台以上第三方充电桩。为实现“让加电比加油更方便”蔚来计划在 2023 年新增 1000 座换电站、10000 根充电桩，累计建成换电站将超过 2300 座，累计建成充电桩超过 24000 根。按照蔚来的“加电体验持续提升计划”：到 2025 年，NIO Power 将在全球范围内累计建成 4,000 座换电站；“电区房”覆盖率目标达到 90%；打通“九纵九横十九大城市群”高速换电网络；全球累计建成 168 条 Power Up Plan 目的地充电线路。蔚来充电车是现有充电网络的补充方案，客户可以通过蔚来 APP 预订加电服务。充电车给 ES8 加电 10 分钟，续航可增加 100 公里。

图表99：蔚来为车主提供全场景化的加电服务



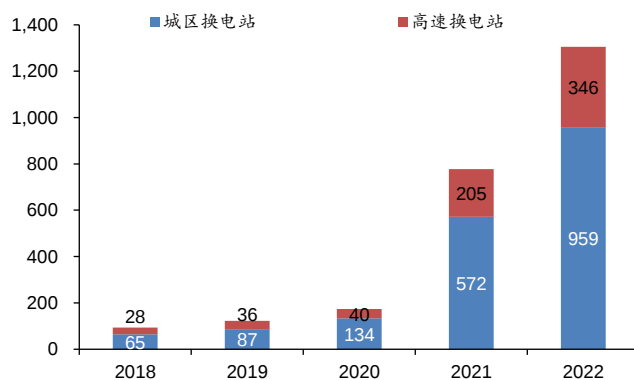
资料来源：公司官网，华泰研究

图表100：蔚来充电地图



资料来源：公司官网，华泰研究

图表101：2018-2022 蔚来累计建成换电站数量



资料来源：公司官网，华泰研究

推出第三代换电站效率再升级，提升用户的换电体验。目前纯电主流车型完整充满电池需 1 小时以上，而蔚来换电站换电一次仅需 4 分钟，解决了新能源车充电慢的痛点。据蔚来官方宣布，截至 23 年 5 月，蔚来用户总的加电量中，60%以上来自换电。23 年 3 月，蔚来第三代换电站首次亮相，并在 4 月正式投入使用。蔚来的第三代换电站相较于第二代在体验与效率方面都有全面提升，并对换电站功能做出探索，基于高速 NOP 推出路径规划功能，可在沿途自动添加换电站。

图表102: 蔚来第三代换电站



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表103: 蔚来换电站技术更新换代

	二代站	三代站
日服务次数	312	408
换电速度	五分 40 秒	4 分 40 秒
电池仓位	13	21
搭配 500kW 快充桩	无	有
助力电网削峰填谷	无	有

资料来源: 公司官网, 华泰研究

市场担忧蔚来主打的极致购车流程体验、一站式售后服务响应、换电布局对资本占用较多。我们认为:

- (1) 通过服务包标配变选配降价 3 万, 下调首任车主用车权益, 公司从追求极致服务体验, 逐步向销量增长目标倾斜。降价后, 公司产品性价比提升, 我们预计蔚来的销量/利润等指标将逐步好转, 我们预计, 公司 23H2 销量有望达到月销 2 万辆目标, 毛利率恢复至 15% 以上。
- (2) 公司由于换电站超前的战略布局, 折旧和运营费用导致亏损, 后续随建站速度平稳, 以及三代换电站无人值守等方式, 逐步降低运营成本。公司换电站成本主要由电池、基建、人力成本构成。随收入扩大, 建站速度平稳, 后续有望减亏。原本 1 个站需要 1-2 人值守, 目前正探索无人值守, 逐步降低人力成本。

盈利预测与估值

1) 21-22 年, 公司推出 ET7/ET5/ES7 等新车, 销量快速增长, 从 2021 年 9.1 万辆增至 22 年 12.2 万辆。23 年公司 NT2.0 平台产品全系上新, 重磅车型 ES6 已上市, ET5 旅行版 6 月 15 日上市, 定价 29.8 万起, 和 ET5 起售价相同, 超出市场预期, 同一车型的旅行版一般售价高于轿车版, 我们预计公司 23 年销量转好, 预计 23H2 月销量有望达到 2 万辆以上, 23 年全年销量达到 19.7 万辆, 主要销量贡献来自 ES6 4.5 万辆、ET5 6.1 万辆和 ET5 旅行版 3 万辆; 24-25 年, 公司在 NT2.0 平台产品放量基础上, 推出“阿尔卑斯”等新品牌, 新品牌产品价格定位低于当前产品, 有望成为走量车型, 预计 24-25 年新品牌销量分别增加 4/15 万辆, 我们预测公司 23-25 年销量 19.7/28.4/40.4 万辆, 同比增长 61%/44%/42%。

2) 汽车销售收入 = 各车型销量 × 各自产品售价, 21-22 年, 汽车销售收入分别为 327 和 455 亿元, 收入增速高于销量增速, 得益于单价更高的 ET7/ES7 等车型开启销售, 公司汽车销售均价 ASP 分别为 35.76 万元和 37.15 万元。我们预计, 公司 23-25 年的汽车销售收入 664/899/1150 亿元人民币, 23 年, 由于 ET5/ET5 touring 等低单价车型放量, 预计 ASP 为 34.98 万元。24-25 年, “阿尔卑斯”等新品牌上量, 由于新品牌定位低于蔚来品牌, 我们预期公司销售单价 ASP 降低至 32.8 万元和 29.94 万元。其他收入主要包含维修服务、充换电权益等, 随公司车型保有量增加, 预计 23-25 年收入分别为 62/85/119 亿元, 预计公司整体 23-25 年的收入为 726/984/1269 亿元。

3) 21-22 年汽车业务毛利率分别为 18.9%和 13.3%, 22 年, 由于电池原材料涨价, 公司销售车型数量增多、产线调整等原因, 导致毛利率降低。我们预计, 公司 23-25 年汽车毛利率分别为 14.8%/17.0%/19.0%, 毛利率提升得益于产品规模效应、原材料成本下降、NT2.0 平台零件共用率高等, 带动整体毛利率提升至 15.2%/17.6%/20.2%。

4) 21-22 年公司 SG&A 分别为 68.8 和 105.4 亿元, SG&A 费用增长主要由于销售/管理人员增加导致。21-22 年研发费用分别为 45.9 和 108.4 亿元, 费用增加主要由于智能驾驶/新车型所需研发人员增多导致。展望 23-25 年, 公司持续投入研发、管理费用增加、服务网络铺设等因素影响, 我们预计管理费用和研发费用分别为 126/138/146 亿元和 119/113/109 亿元, 预测公司 23-25 年的净利润-100/-54/7 亿元人民币。

图表104: 2021-2025E 蔚来销量预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量 (千辆)	3,520	6,549	8,513	10,641	13,302
同比增速	159%	96%	30%	25%	25%
蔚来汽车销量 (辆)	91,429	122,486	197,285	284,000	404,000
同比	109%	34%	61%	44%	42%
蔚来汽车中国销量 (辆)	91,429	122,486	189,785	274,000	384,000
同比	109%	34%	55%	44%	40%
蔚来市占率	2.6%	1.8%	2.3%	2.9%	3.6%
ES8	20,050	14,380	11,132	10,000	10,000
ES6	41,474	42,013	44,763	72,000	72,000
EC6	29,905	17,076	11,075	10,000	10,000
ET7	-	23,046	10,095	12,000	12,000
ET5	-	11,813	61,220	60,000	60,000
ES7	-	14,158	11,500	10,000	10,000
EC7	-	-	10,000	10,000	10,000
ET5 旅行版	-	-	30,000	50,000	50,000
副牌车型 1	-	-	-	30,000	100,000
副牌车型 2	-	-	-	10,000	50,000
副牌车型 3	-	-	-	-	-
蔚来汽车海外销量 (辆)	-	-	7,500	10,000	20,000
同比	-	-	-	33%	100%

资料来源: 公司公告、乘联会、华泰研究预测

图表105：2021-2025E 蔚来分部收入预测

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	36,136.4	49,268.6	72,582.9	98,362.7	126,851.2
同比	122.3%	36.3%	47.3%	35.5%	29.0%
毛利率	18.9%	10.4%	15.2%	17.6%	20.2%
车辆销售	32,693.2	45,506.6	66,395.6	89,876.8	114,956.3
同比	115.3%	39.2%	45.9%	35.4%	27.9%
毛利率	18.9%	13.7%	14.8%	17.0%	19.0%
营收占比	90.5%	92.4%	91.5%	91.4%	90.6%
其他收入	3,443.2	3,762.0	6,187.3	8,486.0	11,894.9
同比	220.2%	9.3%	64.5%	37.2%	40.2%
毛利率	18.7%	-29.0%	19.9%	24.3%	31.4%
营收占比	9.5%	7.6%	8.5%	8.6%	9.4%

资料来源：公司公告、Wind、汽车之家、华泰研究预测

图表106：2021-2025E 蔚来财务预测

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	36,136	49,269	72,583	98,363	126,851
YoY	122%	36%	47%	36%	29%
毛利	6,821	5,144	11,059	17,344	25,580
OPEX	11,318	20,785	23,885	24,370	24,713
SG&A 费用	6,878	10,537	12,629	13,771	14,588
研发费用	4,592	10,836	11,904	11,312	10,909
其它费用	-152	-589	-648	-712	-784
营业利润	-4,496	-15,641	-12,826	-7,026	867
营业外损失	-522	-1,636	305	130	55
税前利润	-3,975	-14,004	-13,131	-7,156	811
所得税	-42	-55	2,046	1,186	12
净利润	-10,572	-14,182	-9,976	-5,373	741
摊薄 EPS (元)	-2.5	-8.6	-6.1	-3.3	0.5
关键比率					
毛利率	18.9%	10.4%	15.2%	17.6%	20.2%
期间费用率	31.3%	42.2%	32.9%	24.8%	19.5%
SG&A 费用率	19.0%	21.4%	17.4%	14.0%	11.5%
研发费用率	12.7%	22.0%	16.4%	11.5%	8.6%
净利率	-11.0%	-28.2%	-13.7%	-5.5%	0.6%
汽车销售收入	32,693	45,507	66,396	89,877	114,956
YoY	100%	39%	46%	35%	28%
汽车销量 (辆)	91,429	122,486	197,285	284,000	404,000
ASP (元)	3,576	3,715	3,498	3,280	2,994
毛利率	18.9%	13.7%	14.8%	17.0%	19.0%
营收占比	90.5%	92.4%	91.5%	91.4%	90.6%

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

估值分析：目标价 12.22 美元，首次覆盖给予“买入”评级

我们认为在新能源汽车领域，蔚来的主要可比公司为理想汽车 (LI US) 和小鹏汽车 (XPEV US)、比亚迪股份 (1211 HK)。我们给予蔚来目标价 12.22 美元，基于可比公司平均的 2.0x 2023E PS，与可比公司平均的 2.0x 持平，首次覆盖给予“买入”评级。

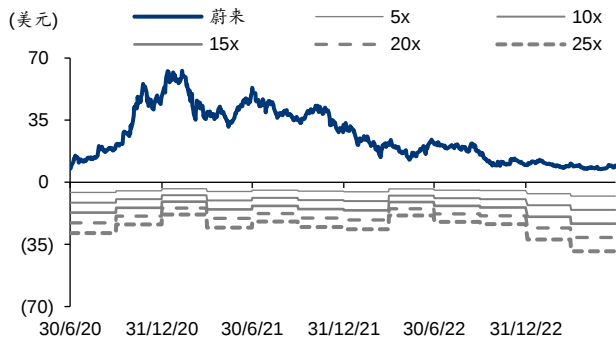
图表107：可比公司估值表

公司	代码	总市值	股价变动	EV	收入 (十亿美元)		EV/sales (x)		PS (x)	
		(十亿美元)	ytd		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
理想	LI US	35.7	-14.91%	31.7	13.4	21.1	2.4	1.5	2.7	1.7
小鹏	XPEV US	11.2	-68.89%	11.8	4.9	7.7	2.4	1.5	2.3	1.5
比亚迪股份	1211 HK	100.8	-20.30%	97.7	87.2	108.3	1.1	0.9	1.2	0.9
平均							2.0	1.3	2.0	1.4

注：1 美元=7.21 人民币；市值和 EV 数据截至 2023 年 6 月 28 日；销售额数据来自 Wind 一致预期

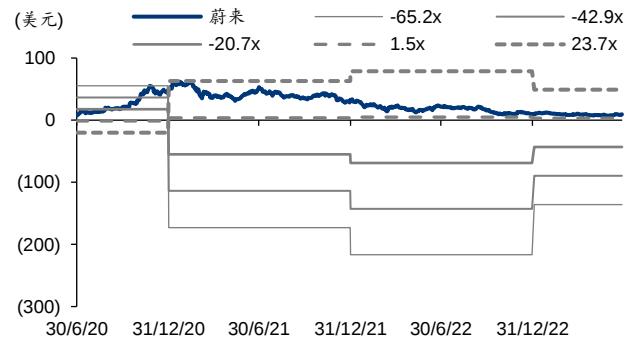
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表108: 蔚来 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表109: 蔚来 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

电动车需求增长不及预期。受补贴退坡、2022 年四季度销量透支等因素影响，今年新能源汽车需求增长或将不及预期。

智能化配置用户需求不及预期。用户对智能驾驶、智能座舱等智能化配置的需求或将不及预期乐观。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,136	49,269	72,583	98,363	126,851
销售成本	(29,315)	(44,125)	(61,524)	(81,019)	(101,271)
毛利润	6,821	5,144	11,059	17,344	25,580
销售及分销成本	(6,878)	(10,537)	(12,629)	(13,771)	(14,588)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(4,440)	(10,248)	(11,256)	(10,599)	(10,126)
财务成本净额	274.42	1,026	(832.72)	(910.53)	(979.95)
应占联营公司利润及亏损	62.51	377.77	510.26	751.89	894.16
税前利润	(3,975)	(14,004)	(13,131)	(7,156)	811.47
税费开支	(42.27)	(55.10)	2,046	1,186	12.40
少数股东损益	31.22	157.01	1,108	596.99	(82.39)
净利润	(3,986)	(13,902)	(9,976)	(5,373)	741.48
折旧和摊销	(1,446)	(2,464)	(1,089)	(1,475)	(1,903)
EBITDA	(2,803)	(12,566)	(11,210)	(4,770)	3,694
EPS (人民币, 基本)	(2.53)	(8.56)	(6.14)	(3.31)	0.46

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	2,056	8,191	7,046	9,279	11,599
应收账款和票据	4,677	7,365	9,656	12,397	15,426
现金及现金等价物	18,328	23,042	27,766	31,075	40,204
其他流动资产	38,580	20,552	24,662	27,129	29,841
总流动资产	63,641	59,150	69,130	79,880	97,070
固定资产	7,400	15,659	15,772	19,819	28,307
无形资产	0.00	0.00	2.16	2.16	2.16
其他长期资产	11,843	21,456	23,513	26,072	26,813
总长期资产	19,242	37,114	39,287	45,894	55,122
总资产	82,884	96,264	108,417	125,773	152,192
应付账款	19,841	38,878	35,039	43,326	47,845
短期借款	5,975	5,065	6,065	7,065	8,065
其他负债	3,383	1,909	5,337	7,900	10,584
总流动负债	29,198	45,852	46,441	58,291	66,494
长期债务	12,056	17,403	25,181	32,407	39,633
其他长期债务	3,566	5,362	8,409	7,867	10,426
总长期负债	15,622	22,765	33,590	40,274	50,059
股本	34,710	23,868	23,868	23,868	23,868
储备/其他项目	3,278	3,557	4,297	3,118	11,550
股东权益	37,988	27,425	28,165	26,987	35,418
少数股东权益	75.63	221.37	221.37	221.37	221.37
总权益	38,063	27,647	28,386	27,208	35,639

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(0.58)	(0.17)	(0.24)	(0.44)	3.21
PB	0.06	0.09	0.08	0.09	0.07
EV EBITDA	(43.54)	(9.73)	(11.84)	(29.29)	39.00
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(2.89)	(12.87)	(18.96)	(9.12)	(3.25)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(2,803)	(12,566)	(11,210)	(4,770)	3,694
融资成本	(274.42)	(1,026)	832.72	910.53	979.95
营运资本变动	3,597	4,155	(6,536)	327.62	(335.24)
税费	(42.27)	(55.10)	2,046	1,186	12.40
其他	5,507	18,325	(2,474)	(1,829)	(2,099)
经营活动现金流	5,983	8,833	(17,341)	(4,175)	2,253
CAPEX	(4,079)	(6,370)	(5,965)	(7,010)	(6,843)
其他投资活动	(35,686)	10,000	10,000	10,000	10,000
投资活动现金流	(39,765)	3,630	4,035	2,990	3,157
债务增加量	3,720	3,720	3,720	3,720	3,720
权益增加量	12,822	(10,842)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	1,587	13,887	(58.50)	(136.31)	(979.95)
融资活动现金流	18,129	5,740	4,494	4,494	3,720
现金变动	(15,653)	18,203	(8,812)	3,309	9,130
年初现金	38,545	18,375	36,578	27,766	31,075
汇率波动影响	(682.04)	(682.04)	(682.04)	(682.04)	0.00
年末现金	18,375	36,578	27,766	31,075	40,204

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	122.27	36.34	47.32	35.52	28.96
毛利润	264.12	(24.59)	114.99	56.83	47.49
营业利润	(2.42)	247.86	(17.99)	(45.22)	(112.34)
净利润	(24.79)	248.80	(28.24)	(46.14)	(113.80)
EPS	(43.44)	237.62	(28.24)	(46.14)	(113.80)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	18.88	10.44	15.24	17.63	20.17
EBITDA	(7.76)	(25.50)	(15.44)	(4.85)	2.91
净利润率	(11.03)	(28.22)	(13.74)	(5.46)	0.58
ROE	(11.41)	(42.51)	(35.89)	(19.48)	2.38
ROA	(5.80)	(15.52)	(9.75)	(4.59)	0.53
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(0.78)	(2.09)	12.36	31.12	21.16
流动比率	2.18	1.29	1.49	1.37	1.46
速动比率	2.11	1.11	1.34	1.21	1.29
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.53	0.55	0.71	0.84	0.91
应收账款周转天数	35.98	43.99	42.21	40.36	39.48
应付账款周转天数	189.20	239.53	216.26	174.10	162.05
存货周转天数	19.27	41.80	44.58	36.27	37.11
现金转换周期	(133.95)	(153.74)	(129.47)	(97.48)	(85.46)
每股指标 (人民币)					
EPS	(2.53)	(8.56)	(6.14)	(3.31)	0.46
每股净资产	24.15	16.88	17.33	16.61	21.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 特斯拉(TESLA) (TSLA US)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 特斯拉(TESLA) (TSLA US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司