

行业黄金时代已到来，国产新势力乘风起航

——新能源汽车行业深度报告

报告导读

在国内汽车行业已步入低增速阶段的背景下，新能源汽车成为推动行业可持续成长的重要结构性机会。2020 年下半年开始，国内新能源汽车市场迎来反弹，强势增长延续至今。2021 年销量高达 350 万辆，同比增速高达 165%，远超市场预期。2022 年 3 月以来，在面对车价普涨的情况下，销量仍然保持同比 100% 左右的高速增长，实现量价齐升。国内新能源汽车行业已迈过补贴和政策驱动的阶段，步入市场驱动的高增速黄金时代。

投资要点

□ 汽车行业低增速阶段，下乡、出口和新能源汽车是重要结构机会

汽车行业低增速阶段下，局部结构性增长将是主旋律，挖掘下沉消费潜力、促进汽车出口和发展新能源汽车将是推动后续汽车销量的重要引擎。农村居民收入和消费同比增速都显著快于城镇居民，随着城乡差距的缩小，农村地区的汽车消费潜力有望逐步释放。汽车出口 2021 年迎来历史性突破，历史首次突破 200 万辆，今年继续保持强势增长。新能源汽车市场 2020 年下半年开始迎来反弹，强势增长延续至今，今年价量齐升，已步入市场驱动的高增速黄金时代。

□ 行业仍处于市场驱动的初期阶段，解决新能源汽车痛点是当务之急

行业在市场驱动下，为消费者创造价值至关重要。按阶段可以分为两部分：相对于燃油车的相对价值和新能源汽车自身创造的新价值。行业仍处于市场驱动的初期阶段，普通消费者做购车决策时，新能源车与燃油车之间的抉择仍是一个重要考量。以燃油车为标杆，市场在当下首先需要创造的是相对价值。当前电动汽车有三方面痛点有待解决，都是相对于燃油车而言的：1) 里程焦虑、2) 安全质量担忧和 3) 二手保值率低。

□ 行业步入高速增长期，国产新势力成市场宠儿

蔚来、小鹏和理想作为头部国产新势力，三者之间互有竞争也同样存在差异化，当前面临的挑战也不尽相同。1) 蔚来：产品矩阵过于重叠导致销量增长放缓，销量被小鹏和理想反超，后续轿车产品的交付有望提振销量增速；2) 小鹏：小鹏销量强势，是“蔚小理”中的销量第一，但由于产品从较低价位段的车型起步往上攀爬，单车售价是三者最低，整车毛利率仅有 10.1%，盈利能力相对较差；3) 理想：单车+增程式的策略使其整体开支较小，盈利能力是三者中最强，但是后续进军高压纯电平台，未来的开支势必大幅提升，影响其盈利能力。

风险提示

行业景气度不及预期；新能源政策支持退坡快于预期；相关技术进展不及预期。

分析师：王卉

中央编号：BLN172

联系电话：852-2180 6499

邮箱：faywang@cncsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 汽车行业低增速背景下的结构增长机会	4
1.1. “下沉市场”更具消费潜力	4
1.2. 汽车出口迎来历史性突破	5
1.3. 新能源汽车大势所趋	7
2. 纯电轿车和 SUV 是新能源汽车的主战场	9
3. 新能源汽车行业的黄金时代	12
3.1. 电动汽车的里程焦虑	14
3.1.1. 为什么会出现里程焦虑?	14
3.1.2. 里程焦虑的三大解决方案	15
3.2. 安全质量担忧	18
3.3. 二手保值率低	18
3.3.1. 完善的新能源二手车市场尚未形成	18
3.3.2. 新能源汽车保值率会随市场完善而提升	19
4. 造车新势力乘风起航	20
4.1. “蔚小理”组成新势力头部格局	21
4.2. 蔚来定位最高端，后续产品跟进完善产品矩阵有望解决当下的低增速困局	22
4.3. 小鹏销量登顶三强，但盈利能力仍有差距	22
4.4. 理想盈利能力最强，后续转向纯电影响其未来盈利能力	22
4.5. 蔚小理将进入各自领域相互竞争	23

图表 1: 国内月度汽车销量	4
图表 2: 全国城镇与农村居民人均可支配收入	5
图表 3: 全国城镇与农村居民人均可支配收入增速	5
图表 4: 全国城镇与农村居民人均消费支出	5
图表 5: 全国城镇与农村居民人均消费支出增速	5
图表 6: 中国汽车出口数量	6
图表 7: 全球主要地区新能源汽车销量	7
图表 8: 中国新能源汽车市场的“至暗时刻”	7
图表 9: 中国新能源汽车市场迎来强势反弹	8
图表 10: 中国新能源汽车渗透率快速提升	8
图表 11: 国内新能源汽车乘用车与商用车销量占比 (2021)	9
图表 12: 国内乘用车销量车型占比 (2021)	9
图表 13: 2021 年国内新能源汽车类型占比	10
图表 14: 国内新能源汽车分类销量	11
图表 15: 各大车企燃油车停售时间表	11
图表 16: 部分国家的燃油车停售时间表	11
图表 17: 全球电动汽车分类销量	12
图表 18: 中国电动汽车分类销量	12
图表 19: 中国新能源汽车已步入市场驱动为主的阶段	13
图表 20: 新能源汽车用户使用不满意因素分布	13
图表 21: 用户不计划购买新能源汽车的原因	14
图表 22: 800V 高压快充平台成为行业趋势	16
图表 23: 新能源汽车和充电桩保有量	17
图表 24: 充电桩相关的政策支持	17
图表 25: 新能源汽车的保值率仍有待提高	19
图表 26: 新能源汽车保值率趋势性向好	19
图表 27: 2021 年和 2020 年各阵营市场份额变化	20
图表 28: 已购车用户和高潜用户品牌偏好对比	21
图表 29: 蔚来、小鹏和理想的商业模式对比	21
图表 30: 蔚来、小鹏和理想季度销量对比	23
图表 31: 蔚来、小鹏和理想 2022Q1 财务数据对比	23

1. 汽车行业低增速背景下的结构增长机会

我们从整个汽车行业出发，自上而下的分析和展望未来新能源汽车行业的市场空间。

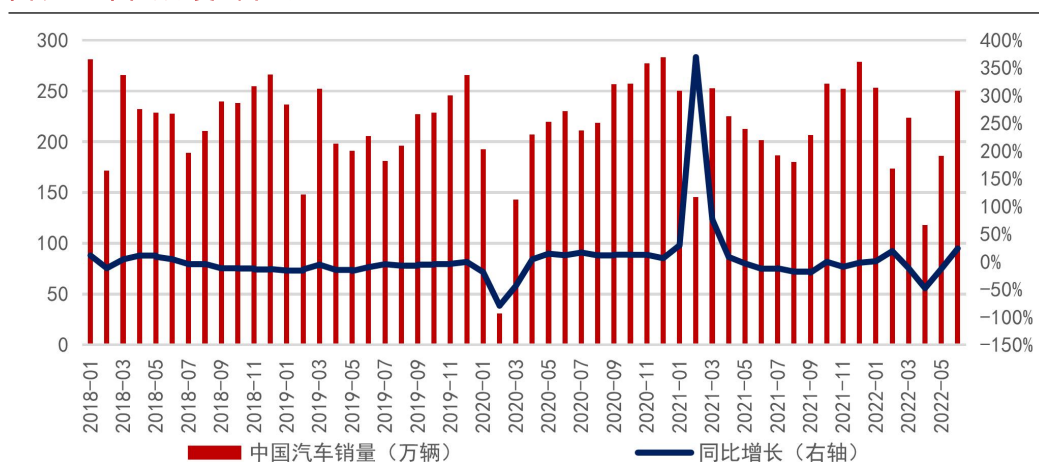
首先我们从国内整体的汽车销量上看，经历过 2018 和 2019 年整体车市萎靡（2018 和 2019 年国内汽车销量同比分别萎缩 4.2% 和 8.2%）和 2020 年初的疫情影响之后，凭借汽车下乡为主的政策支持后，国内整体汽车销量在 2020 年有所企稳，剔除 2020 年初疫情最严重的阶段，2020 年 4 月到 12 月累计销量同比增长 6.7%。

2021 年前期则受益于 2020 年疫情造成的低基数，前三个月累计销量同比增长近 77%。但是之后的同比增长依然难以延续，2021 年 4 月到 12 月的累计销量同比下滑 5%。究其原因，除了受整体经济环境拖累以外，国内汽车市场在过去经历长时间的高增长后，高基数背景下行业支持政策效果的边际减弱也是重要原因。

2022 年上半年，疫情的严重影响导致国内汽车销量再度遭遇滑铁卢，生产端的停滞和消费端的观望导致上半年汽车销量同比下滑近 7%，如果剔除 6 月疫情恢复后的消费反弹，上半年 1 月至 5 月的累计汽车销量跌幅达到 12%。其中疫情顶峰的 4 月份，国内汽车销量的环比/同比萎缩达到 47%/48%。

回顾过去数年的国内汽车销量数据，我们认为在现阶段国内汽车行业总体市场已经进入成熟的低增速阶段，未来局部结构性增长将是主旋律，挖掘农村地区的消费潜力、促进汽车出口和大力发展新能源汽车将是推动后续汽车销量可持续增长的重要引擎。

图表 1：国内月度汽车销量



资料来源：Wind，浙商国际

1.1. “下沉市场”更具消费潜力

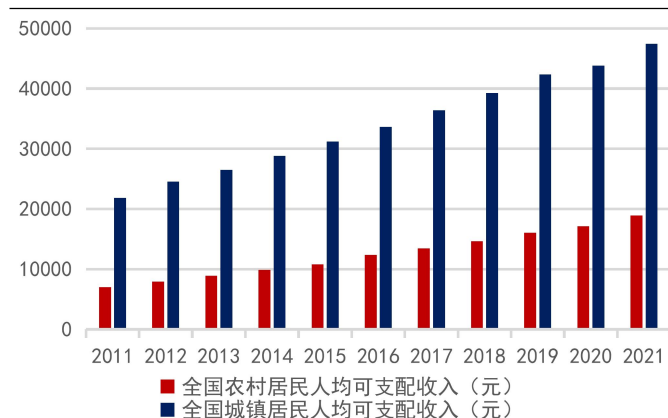
从地区结构来看，农村地区更具增长潜力。首先是当下城镇和农村的居民人数与汽车保有量之间不平衡，根据 2020 年的汽车保有量数据，每百户城镇居民汽车拥有量为 44.9 辆，而每百户农村居民汽车拥有量仅为 26.4 辆。

并且农村居民当下的规模和未来消费增长潜力都相当可观。根据 2021 年第七次全国人口普查结果的数据，我国居住在乡村的人口为 5.1 亿人，占比达到 36%。农村居民人均可支配收入和人均消费支出在总量上相对城镇居民仍有差距，收入和消费的增长有更大的潜

力。这点反映在农村居民近 10 年来的收入和消费增速上，可以看到不管是在人均可支配收入上还是人均消费支出的同比增速上，农村居民都显著快于城镇居民。

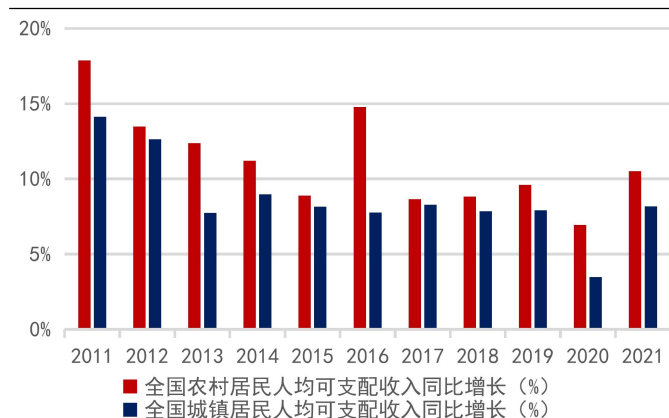
随着城乡差距的渐渐缩小，农村地区的汽车消费潜力有望在未来逐步释放，为当前国内停滞不前的汽车市场带来新的增量。

图表 2：全国城镇与农村居民人均可支配收入



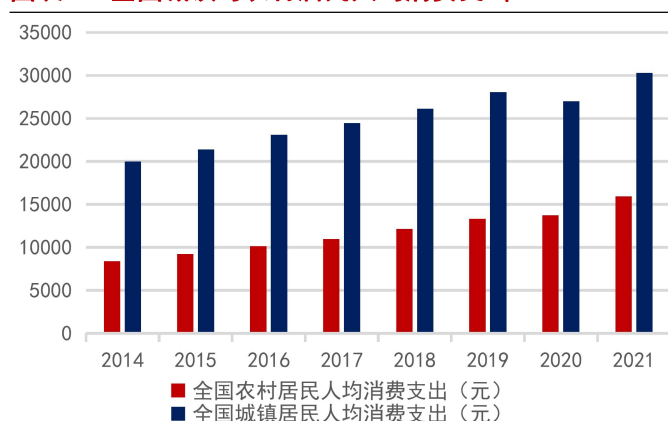
资料来源：国家统计局，浙商国际

图表 3：全国城镇与农村居民人均可支配收入增速



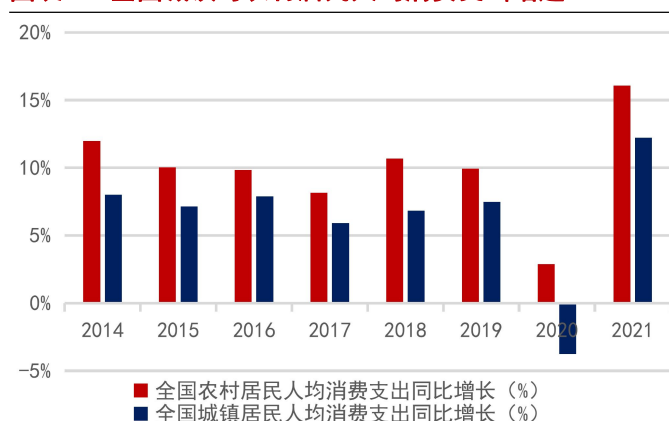
资料来源：国家统计局，浙商国际

图表 4：全国城镇与农村居民人均消费支出



资料来源：国家统计局，浙商国际

图表 5：全国城镇与农村居民人均消费支出增速



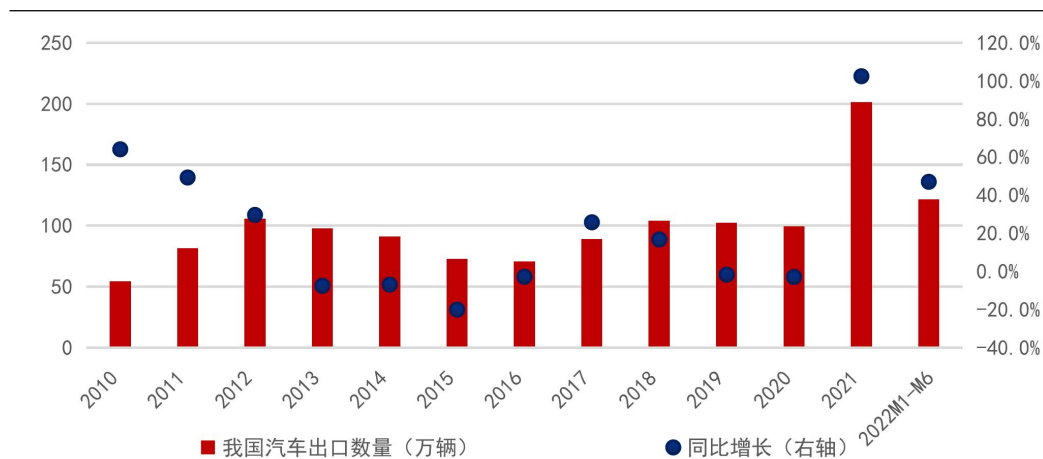
资料来源：国家统计局，浙商国际

1.2. 汽车出口迎来历史性突破

在 2021 年的中国汽车销量数据中，虽然 2627.5 万辆的整体销量和对应的 3.8% 的同比增速算不上惊艳，但是将数据拆分开来，依然能发现其中的结构性亮点。

在 2021 年的总体销量中，出口汽车销量达到 201.5 万辆，较 2020 年同期增长近 100%，占总销量比重达到 7.7%。过去几年中国的汽车出口量一直徘徊在 100 万辆左右，此次突破 200 万辆是历史首次。

并且这样的快速增长趋势在今年上半年依然持续，截至 2022 年 6 月底，中国汽车出口量 6 月单月达到 24.9 万辆，创下历史新高，同比增长 57.4%；1 月到 6 月累计出口量达到 121.8 万辆，同比增长达到 47.1%。

图表 6：中国汽车出口数量


资料来源：Wind，浙商国际

2021 年以来的出口强劲增长主要由多方面的因素推动。

1) 全球汽车市场需求回暖，但由于芯片等源部件供应短缺，国外减产巨大造成了供给缺口大。根据 AutoForecast Solutions (AFS) 的数据，截至今年 5 月底，由于芯片短缺，今年全球汽车市场累计减产约为 198 万辆，而中国地区因缺芯仅累计减产 10.7 万辆车，欧洲仍是全球因缺芯导致汽车累计减产最大的地区。

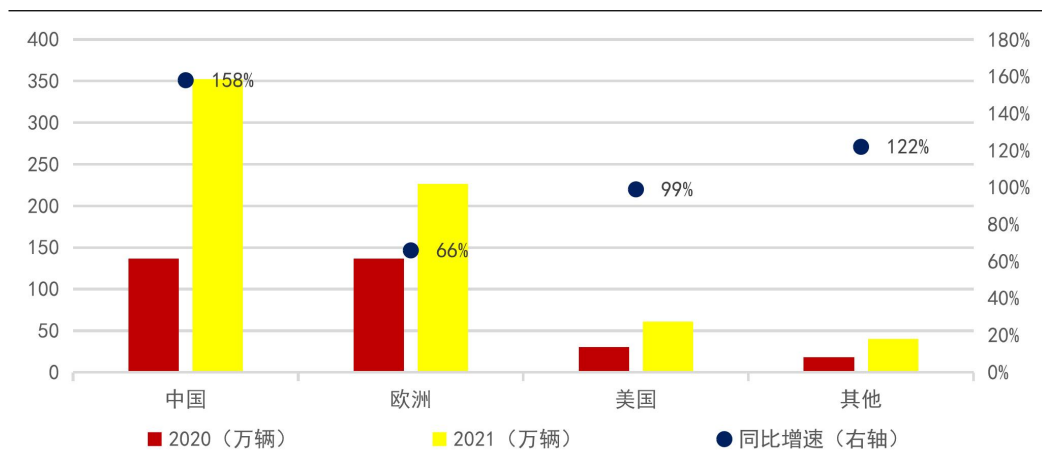
2) 全球新能源趋势加速，中国受益于自身是全球最大的新能源汽车产销市场。中国在新能源电动车领域的出口表现强劲，在 2021 年已成为全球第一大电动汽车出口国。从 2021 年全年出口结构看，新能源汽车出口增长是最大的亮点。2021 年新能源汽车出口量达到 31 万辆，同比增长近 3 倍，占总汽车出口量达到 15.4%。今年上半年新能源汽车出口继续保持强势，出口量同比增长 1.3 倍，占汽车出口总量的 16.6%。

3) 中国汽车企业国际竞争力持续提升，品牌国际影响力不断增强。根据的乘联会数据，2022 年 5 月我国自主品牌出口达到 14.1 万辆，同比增长 77%。以上汽集团为例，5 月上汽海外市场销量达 8.6 万辆，同比增长 97%；1-5 月累计海外销量接近 30 万辆，其自主品牌已在澳大利亚、沙特、墨西哥等全球 18 个国家跻身单一品牌销量 TOP10。

总体来看，我们认为 2021 年以来的汽车出口量飙升也许无法一直持续，未来甚至会面临回落压力，但未来汽车出口市场的长期向好趋势仍将保持。

首先，此次出口飙升的背景是国外在疫情影响下供应链短缺造成了供给缺口，而中国由于疫情防控得当生产秩序总体稳定促进了国外的订单转移至国内。后续随着国外疫苗普及和疫情防控的逐步成熟，海外产业链的产能恢复势必将导致中国的订单回流，国内的汽车出口在未来会存在一定下行压力。但是中国在新能源汽车方面的产业优势和车企的国际竞争力提升将有望长期保持，成为未来汽车出口稳步增长的基本盘。

另外，全球对于新能源汽车的需求正在激增，国内企业出海的竞争力不容小觑。2021 年全球主要市场都迎来了新能源汽车销量的强势增长，中国、欧洲和美国依次是全球新能源汽车最大的三个市场，2021 年销量的同比增速分别达到 158%/66%/99%。分析这三个主要市场的现状，中国作为产销量第一的最大新能源车市场，国内新能源汽车市场的政策作用已经逐渐弱化，政策驱动已经转向市场驱动，市场的发展阶段已经领先于仍处在政策驱动的欧美市场。在激烈的产品竞争下脱颖而出的中国车企有望在出海过程中展现出强大的竞争力。

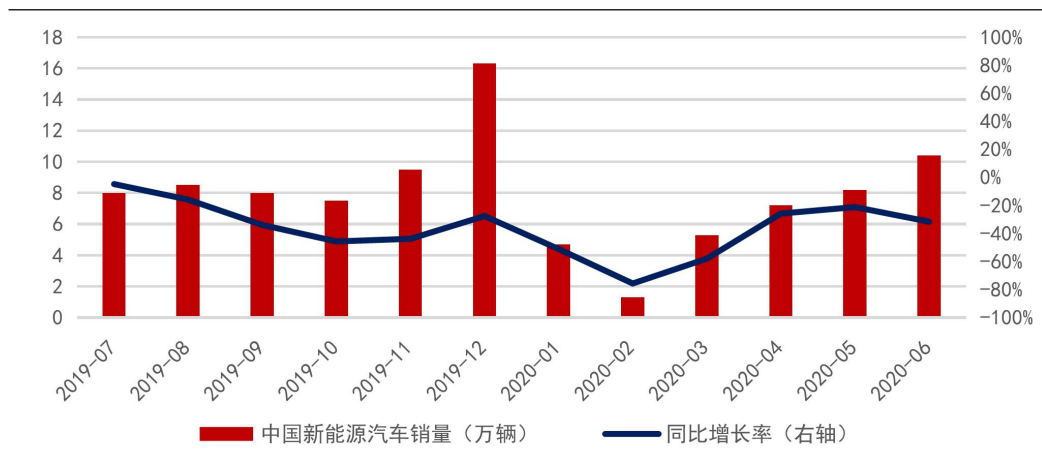
图表 7：全球主要地区新能源汽车销量


资料来源：Wind，浙商国际

1.3. 新能源汽车大势所趋

经历过“至暗时刻”后，国内新能源汽车市场“涅槃重生”，行业电动化趋势加速。

2019 年下半年至 2020 年上半年，国内新能源汽车市场经历“至暗时刻”，伴随着行业补贴退坡、燃油车促销、突发疫情等因素影响，国内新能源汽车销量出现“滑铁卢”。2019 年下半年至 2020 年上半年期间，国内新能源汽车销量遭遇连续 12 个月的同比下滑，2019 年下半年的累计销量同比下跌达到 31%，2020 年上半年叠加了疫情影响，同比跌幅更是扩大到 41%。

图表 8：中国新能源汽车市场的“至暗时刻”


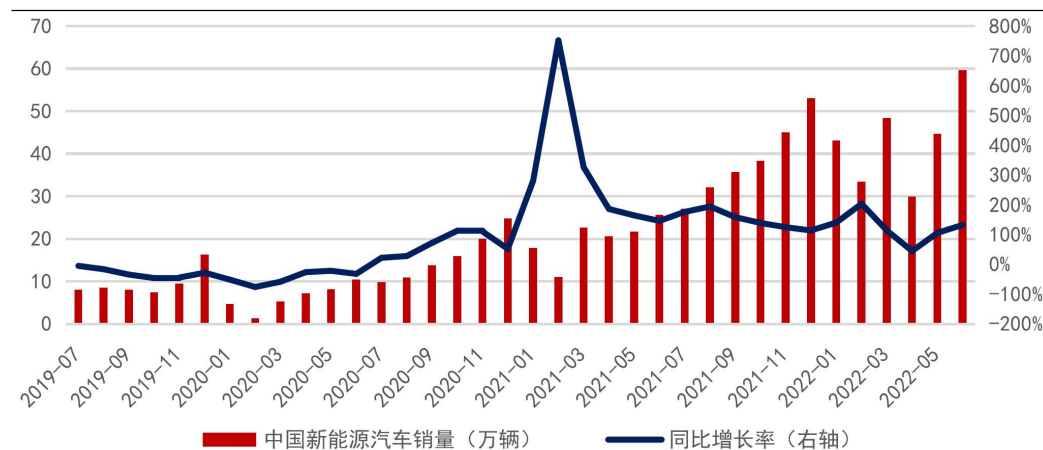
资料来源：Wind，浙商国际

2020 年下半年开始，国内的新能源汽车市场迎来“涅槃重生”，电动化成为大势所趋。2020 年下半年国内市场逐步走出上半年的疫情阴霾，再结合各项促进新能源汽车消费政策的出台，2020 年 7 月国内新能源汽车销量自过去 12 个月以来首次由负转正，同比增长由 6 月的-32%跳升至+23%。自此国内新能源汽车销量的强势增长便延续至今。

其中 2021 年国内新能源汽车销量高达 350 万辆，同比增长高达 165%，远超 2021 年年初市场预期的 200-220 万辆。2022 年延续了强势的增长势头，1 月-6 月期间除了 4 月受疫情影响销量同比增速下滑至 45%，其余月份的同比增长率都保持在 100%以上，上半年累计销量达到近 200 万，同比增长 117%。

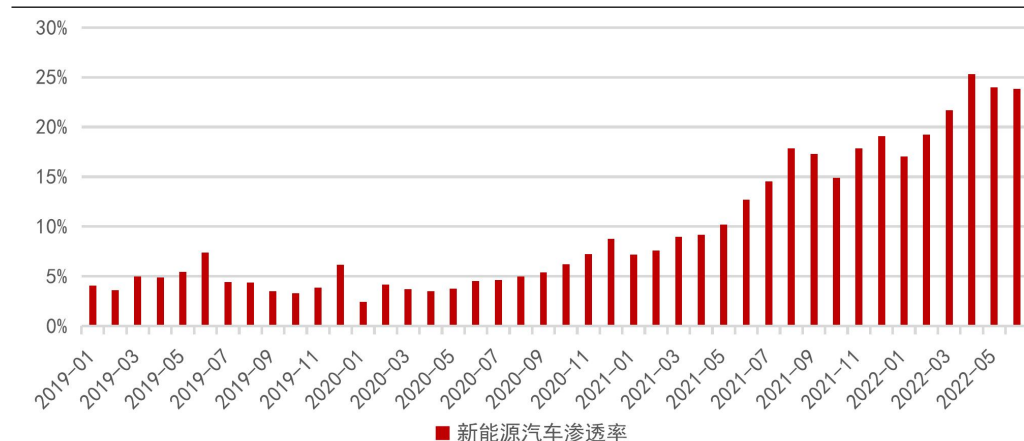
相比之下，国内整体汽车销量在经历过 2020 年疫情后至 2021 年初的短暂复苏后，依旧保持着整体销量的萎缩。2021 年国内整体销量仅同比增长 5% 左右，2022 年 1 月至 6 月的累计销量同比萎缩 7%。此消彼长下，新能源汽车的销量渗透率大幅上升。从 2020 年 7 月的不足 5% 快速上升至当前的近 24% 左右。

图表 9：中国新能源汽车市场迎来强势反弹



资料来源：中汽协，浙商国际

图表 10：中国新能源汽车渗透率快速提升



资料来源：中汽协，浙商国际

值得一提的是，今年以来行业除了经历了去年以来持续的芯片、电池材料等成本上涨压力，还叠加了橡胶、钢铁、铝合金等金属价格不断上涨，再加上物流运输、库存成本等生产成本的增加，造成车企的成本压力巨大，最终传导至下游消费端的车辆价格上，3 月以来形成了业内普遍的涨价潮。

但反应到销售量上，今年 3 月以来国内新能源汽车销量仍然保持强劲增长。2022 年 3 月至 6 月，即使考虑进了受疫情严重影响的 4 月，这 4 个月的累计销量仍然实现了同比 100% 左右的高速增长，反而实现了量价齐升。

由此可见，当下国内新能源汽车行业已经迈过了补贴和政策驱动的阶段，逐步完善的基础设施加上较燃油车更加智能舒适且节能环保的驾乘体验，消费者对于新能源汽车的认知和接受度正在进一步提升，行业已然进入了市场驱动的新阶段。

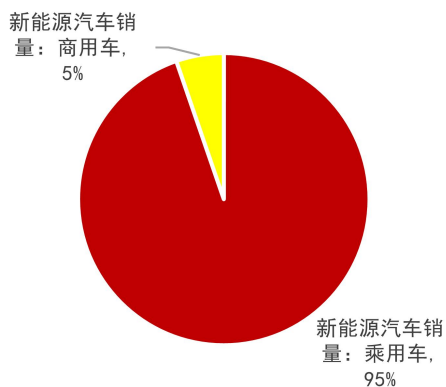
2. 纯电轿车和 SUV 是新能源汽车的主战场

具体到新能源汽车这个赛道，不同的产品形态和不同的技术路径决定了企业当下的细分市场和竞争格局。

首先是乘用车/商用车的两个市场。在新能源汽车行业中乘用车占主流，以 2021 年为例，2021 年国内的新能源汽车销量中，新能源乘用车的销量占比达到 95%。因此，我们最为关注的新能源造车新势力品牌都聚焦在新能源乘用车领域。

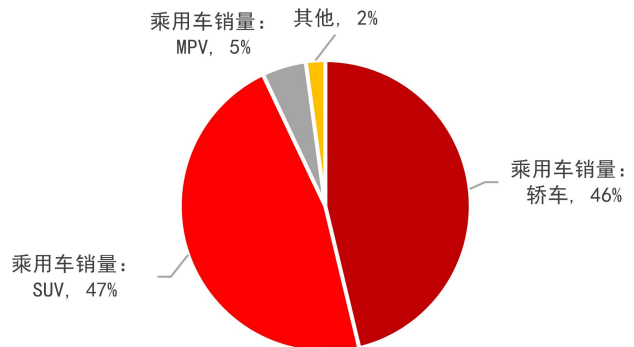
在乘用车领域，产品形态主要包括轿车、SUV 和 MPV。轿车和 SUV 瓜分了主要市场，同样以 2021 年的销量为例，轿车和 SUV 的合计销量占到了总的乘用车销量的 93%，而 MPV 仅占 5%左右。此外轿车和 SUV 市场基本呈现势均力敌的形式，两者销量占比基本持平，2021 年轿车和 SUV 的销量占总的乘用车销量分别为 46%和 47%，两者都拥有着庞大的消费市场。这也是为什么理想当下产品仅专注于“奶爸 SUV”且当下仅有理想 ONE 一台车型实现交付，但庞大的 SUV 市场仍能让其实现月交付过万，稳坐新势力前三的位置。

图表 11：国内新能源汽车乘用车与商用车销量占比(2021)



资料来源：Wind，浙商国际

图表 12：国内乘用车销量车型占比（2021）



资料来源：Wind，浙商国际

当下新能源汽车按照动力类型主要可以分为 4 种：1) 混合动力电动汽车 (HEV)、2) 纯电动汽车 (BEV)、3) 燃料电池电动汽车 (FCEV) 和 4) 其他新能源汽车。

● **混合动力电动汽车 (HEV)**：在传统的发动机基础上，加装了电驱动系统，可以进行混合动力驱动。动力来源既可以是电动机也可以是内燃机，亦或二者同时提供。现在混动车型采用的方案主要包括：1) 非插电式混合动力汽车 (MHEV)、2) 插电式混合动力汽车 (PHEV) 和 3) 增程式混合动力汽车 (REEV)。其中 PHEV 和 REEV 是当前较为流行的混动方案。

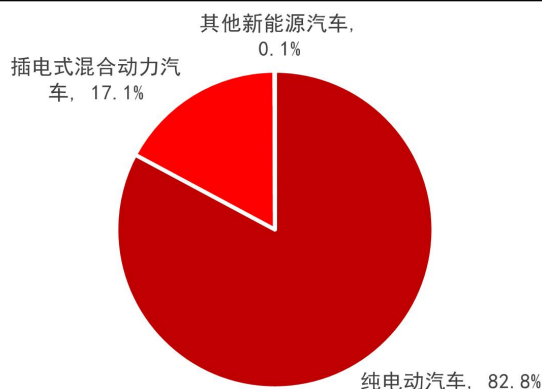
- **非插电式混合动力汽车 (MHEV)**：发动机功率不足时，由电池来补充；功率多余时，富余的功率可通过发电机给电池充电。由于发动机可持续工作，电池可以不断得到充电，因此没有外接充电插口，也不能上绿牌。
- **插电式混合动力汽车 (PHEV)**：主要动力仍为发动机，电动机为辅助作用。有更大的电池容量，配有外接充电插口，可以通过外部电源充电，同时发动机也可以为电池充电。即使没有电了，仍可以依靠纯油行驶，没有续航忧虑。
- **增程式混合动力汽车 (REEV)**：在纯电动汽车的基础上，装配了发动机和发电机，由发动机带动发电机发电为电池供电，接着用电池带动电动机直接驱动车辆行

驶。发动机并不直接驱动车轮，而是用来驱动发电机给电池进行充电，因此也不需要变速器。

- **纯电动汽车（BEV）**：完全由电池驱动电机提供车辆的动力来源，也没有内置类似增程式混合动力的发电装置，因此整车主要结构就为电池组和驱动电机，行驶过程完全零排放。
- **燃料电池电动汽车（FCEV）**：以氢气、甲醇等为燃料，通过化学反应产生电流，依靠电机驱动的汽车。其是通过气体的化学作用，而不是经过燃烧，直接变成电能，近乎零排放，且运行平稳、无噪声。
- **其他新能源汽车**：例如使用燃气、乙醇、生物柴油等新型能源为动力的汽车类型。

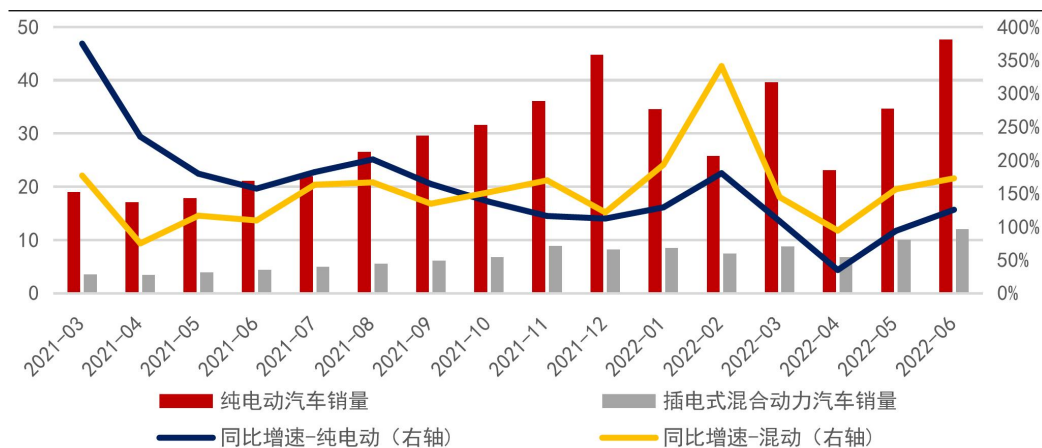
当下国内新能源汽车领域，主要类型集中在混合动力电动汽车（HEV）和纯电动汽车（BEV）。根据工信部的数据，2021 年全国新能源汽车销量中，纯电动汽车和插电式混合动力汽车的销量占比分别达到了 82.8% 和 17.1%，而其他类型的新能源汽车占比仅为 0.1%。因此，我们在分析新能源汽车行业时，将主要聚焦于混合动力汽车和纯电动汽车。

图表 13：2021 年国内新能源汽车类型占比



资料来源：Wind，浙商国际

从国内新能源汽车的销量结构来看，当前纯电动汽车占据着新能源汽车行业的主要份额，2021 年的占比达到 82.8%，相比之下插电式混合动力汽车同期占比仅为 17.1%。但参考两者的增长趋势，我们发现今年以来的混动汽车销量虽然在绝对量上仍然较纯电车型有较大的差距，但是可以明显看到自去年 10 月以来，混动车型的增速明显高于纯电车型。混动车型的占比也逐步从去年 1 月份的 16% 提升至今年 5 月份的 22%。随着当下国内头部企业纷纷加快推出混动车型，这个占比有望继续提升。但整体而言，我们认为随着补能技术和基础设施的完善，纯电动汽车仍将会占据市场主流。

图表 14：国内新能源汽车分类销量


资料来源：Wind，浙商国际

究其原因，一方面是因为纯电车型在当下仍存里程焦虑，在充电基础设施搭建完善之前，混动车型作为油转电的中间形态，可以满足用户的里程需求；另一方面混动车型通过油和电模式的优势互补，有着较传统燃油车更好的性能与燃油经济性，这也是为何众多传统汽车厂商甚至部分国家都有了明确的禁售燃油车时间表。

图表 15：各大车企燃油车停售时间表

汽车企业	燃油车停售时间表	汽车企业	燃油车停售时间表
比亚迪	2022 年	宝马	2030 年
长安	2025 年	雷诺	2030 年
北汽	2025 年	奥迪	2033 年
日产	2025 年	大众	2035 年
沃尔沃	2025 年	丰田	2035 年
梅赛德斯-奔驰	2030 年	现代起亚	2035 年
吉利	2030 年	通用	2035 年
福特	2030 年	本田	2040 年

资料来源：浙商国际整理

图表 16：部分国家的燃油车停售时间表

国家	燃油车停售时间表
荷兰	2025 年禁售燃油车
挪威	2025 年禁售燃油车
印度	2030 年全面禁售燃油车
德国	2030 年全面禁售传统内燃机车
法国	2040 年全面禁售燃油车
英国	2040 年全面禁售传统柴油车

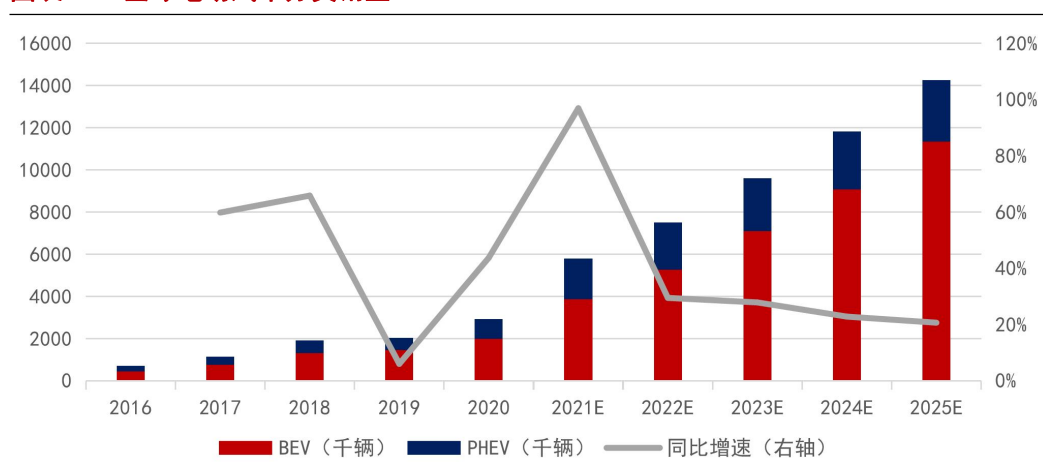
资料来源：浙商国际整理

3. 新能源汽车行业的黄金时代

展望未来，我们十分坚信近两年新能源汽车的强劲增长并不是简单的周期性波动，而是开启新能源车黄金时代的序曲。根据早前弗若斯特沙利文的预测，全球电动汽车销量2020-2025年的年化复合增速有望达到37.1%，其中纯电车型（BEV）和混动车型（PHEV）2020-2025年的年复合增速将分别达到41.7%和25.0%。

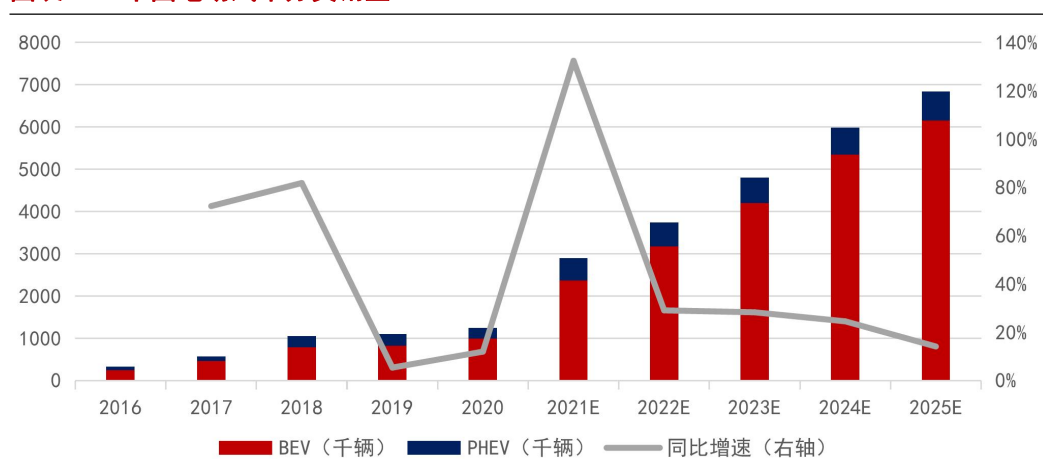
具体到中国电动汽车市场，作为当下全球电动汽车产销第一大国，中国市场有望继续保持领先优势，继续在增速上跑赢全球增速。根据早前弗若斯特沙利文的预测，中国电动汽车销量2020-2025年的年化复合增速有望达到40.6%，其中纯电车型（BEV）和混动车型（PHEV）2020-2025年的年复合增速将分别达到43.9%和22.5%。

图表 17：全球电动汽车分类销量



资料来源：蔚来招股书，浙商国际

图表 18：中国电动汽车分类销量



资料来源：蔚来招股书，浙商国际

上文中我们有提到，当下国内新能源汽车行业已经迈过了补贴和政策驱动为主的阶段，消费者对于新能源汽车的认知和接受度正在进一步提升，步入了市场驱动为主的阶段。在市场驱动的阶段，为消费者创造价值至关重要。

关于价值创造，我们认为可以分为两部分：1）相对于燃油车的相对价值，例如续航和补能便利性能否追赶上燃油车；和2）新能源汽车自身创造的新价值，例如更加健康环保和智能的驾乘感受。而我们认为这两个部分的价值创造的侧重，同样是分阶段的。

当下仍处于新能源汽车快速成长的初期，普通消费者在做购车决策时，新能源车与燃油车之间的抉择仍是一个重要考量，甚至是购车时的第一道选择题。因此，以燃油车为标杆，市场在当下更加侧重于创造相对价值。

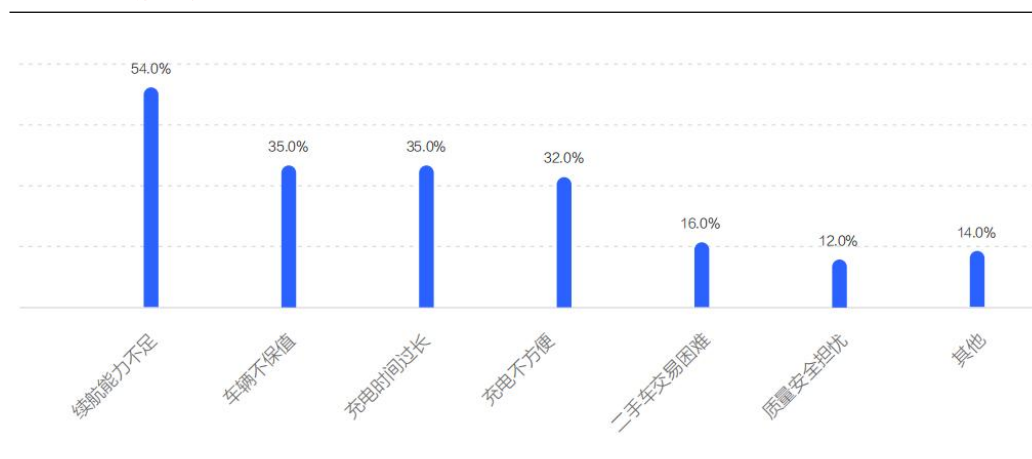
图表 19：中国新能源汽车已步入市场驱动为主的阶段



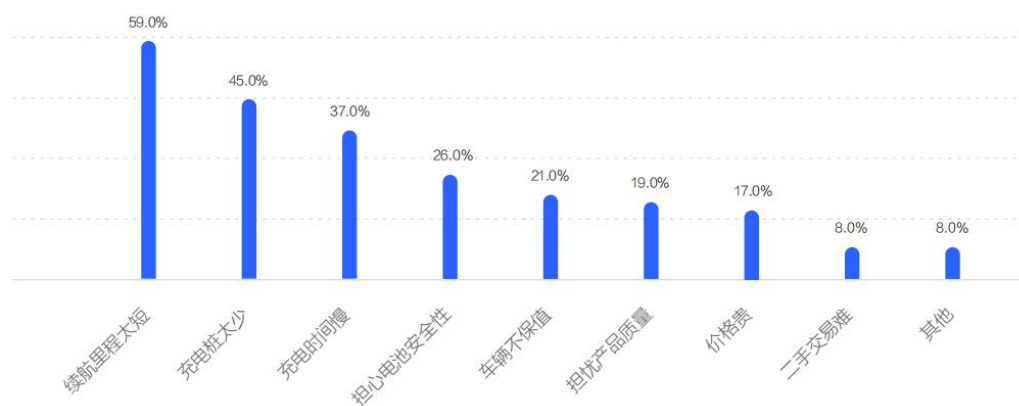
资料来源：《2022 中国新能源汽车行业发展趋势白皮书》，浙商国际

这点我们从市场调研的情况中也可以看得出来，根据《2022 中国新能源汽车行业发展趋势白皮书》中的用户调研结果，不管是已经购买使用电动车的用户，还是不计划购买电动汽车的用户，当前电动汽车基本有三方面的痛点，且都是相对于燃油车而言的：1）里程焦虑、2）安全质量担忧和 3）二手保值率低。

图表 20：新能源汽车用户使用不满意因素分布



资料来源：《2022 中国新能源汽车行业发展趋势白皮书》，浙商国际

图表 21：用户不计划购买新能源汽车的原因


资料来源：《2022 中国新能源汽车行业发展趋势白皮书》，浙商国际

我们接下来就通过对于消费者痛点的剖析，来展望以市场驱动为主的市场格局下的新能源汽车行业。

3.1. 电动汽车的里程焦虑

3.1.1. 为什么会出现里程焦虑？

电动汽车的里程焦虑来源主要来自续航里程不足、充电时间慢和充电桩太少，前两者受限于当下的电池和补能技术，后者则有赖于充电基础设施的逐步完善。

电池方面，纸面数据美好，但现实骨感。现在市场上的主流新势力品牌电动汽车参数标注的续航里程很多能达到 700KM 以上，比如小鹏 P7 和极氪 001 续航分别能达到 706km 和 712km，部分像蔚来 ET7 的续航里程已经超过 800KM，其顶配车型甚至能达到 1000KM 以上，即使是大部分燃油车的满箱油续航里程也只有大约 600 公里左右。但现实是这些模拟测试环境下的里程参数与实际用户使用大相径庭，因为实际使用中用户会遇到各类复杂路况、外界的气温环境，甚至是个人对于空调、影音方面的特殊需求都会对车辆续航里程造成影响。

补能技术方面，现在主流的发展路线有快充和换电。现在大多数电动汽车快充基本一小时才能够充满电，慢充更是需要 6 小时左右，与燃油车加油快辄几分钟的补能速度仍然差距甚远。当前快充技术受制于电池本身的特性，充放电倍率、能量密度、寿命、安全性、价格等指标不可兼得，简单提升充放电倍率来提升快充速度是不可取的。因此进一步的快充速度提升仍有待未来电池技术的进步。

并且，快充并不是仅仅提升电池特性就可以解决，充电基础设施的配套完善也需要时间跟进。例如较为先进的 800V 高压平台，进一步提升了汽车的充电速度，大量车企进行了布局，今年就有不少搭载了 800V 平台的车型开始量产上市。技术和量产车型都有了，但是适配的充电桩却成了问题。市面上几乎所有的充电桩，都不能适配 800V 高压平台，车企需要重新布局充电桩。

对于换电而言，换电可以为新能源汽车快速补能，与燃油车加油的速度差不多。以蔚来的换电模式为例，蔚来的二代换电站已经能够为车主提供 5 分钟自动换电服务，体验感甚至强于加油。

即便体验如此便捷，换电路线的建设与普及仍是任重道远。当下围绕换电模式的问题主要有：1) 换电系统和技术标准难以统一：乘用车领域的换电模式，只是个别新能源汽车厂家提供的服务，换电车型少，也没有统一标准和市场规范，也就难以形成足以商业化运营的市场规模。2) 商业模式难盈利：换电站建设成本高，回报周期长，商业模式难以盈利，当前主要作为部分车企提供给车主的补能服务。

充电桩方面，除了上文提到快充新技术的适配问题，充电桩的普及更为重要。当下新能源汽车的渗透率快速上升，充电桩的普及却显得有些滞后。在一线城市等新能源汽车保有量较大的地区经常出现充电排队的现象，充电桩数量明显不足。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据显示，截止 2022 年 6 月底，全国充电基础设施累计近 392 万台，而全国新能源汽车保有量达 1001 万辆，车桩比仍超过 2.5。和 2015 年《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》中到 2020 年建成 480 万台充电桩供 500 万辆电动汽车使用的发展目标都相去甚远。

3.1.2. 里程焦虑的三大解决方案

谈到里程焦虑的解决方案，相对于我们上面提到的主要问题（续航里程不足、充电时间慢和充电桩太少），主要对应着 3 种解决方案：1) 更长的续航里程；2) 更快的补能速度和 3) 更便捷的充电桩触达。

● 更长的续航里程

更长的续航里程，主要依靠提升电池的能量密度，一般来说有两个方向，材料体系的创新和系统结构层面的创新。材料的创新主要包括现有电化学体系下电池正负极、隔膜和电解质材料的创新，还有像固态电池和钠离子电池等其他路线。但材料创新受制于材料特性，难度较大，从研究至商业化的进程缓慢，相比之下系统结构层面的创新则容易很多。结构层面的创新像电池包封装技术的创新，例如 CTP、CTB、CTC 技术，本质上都是电池车身一体化技术，将电池、底盘和下车身进行集成设计，减少不必要的电池组件以达到降本增效的目的。

随着动力电池厂商的技术不断突破，多款续航里程高达 1000KM 的电池陆续发布，例如宁德时代的麒麟电池。下游整车厂商也快速跟进，众多标称续航高达 1000KM 的新车型也陆续发布。今年年初广汽埃安推出的中期改款车型埃安 AION LX Plus 最大续航里程高达 1008 公里，是首款纯电续航超 1000KM 的量产车。考虑到电池技术的不断更新，且当前燃油车续航也只有 600KM 左右，即使算上实际使用中的续航折损，电动车续航水平赶超燃油车只是时间问题。

● 更快的补能速度

更快的补能速度，在续航问题逐渐解决的当下成为关键。据中国汽车工程学会发布的《中国电动车充电基础设施发展战略与路线图研究（2021-2035）》中统计，截至 2020 年底，在限购城市公共充电桩是加油站数量的 2.8 倍，但为什么仍无法合理满足电动汽车用户的补能需求呢？原因就在于充电桩的补能效率远远落后于加油站。一个占比 2500 平米的中型加油站，配置 4 通道 8 个加注位，每小时可以服务 120 辆燃油车；但同样面积的公共充电站虽然可以配备 50 个充电位，可以同时服务的车辆远多于加油站，但是以一小时充满一辆电动汽车来计算，每小时只能服务 50 辆车。

但如果我们能把快充提升到 20 分钟充满的水平，每小时就可以服务到 150 辆车，便可以超过加油站的效率。加上当前电池容量越来越大，快充对缓解里程焦虑至关重要。当下

800V 高压快充平台已经成为行业趋势，主流厂商都已经或者计划落地自己的 800V 高压平台，充电速度相较过去的 400V 平台实现了大幅提升。

图表 22：800V 高压快充平台成为行业趋势

车企	800V 高压平台介绍
小鹏	去年 11 月发布了基于 800V 高压 SiC 平台的量产车小鹏 G9，新车超级充电 5 分钟可行驶 200 多公里。
长城	去年 11 月长城 SL 发布机甲龙，机甲龙采用 800V 充电技术，充电 10 分钟可续航 401 公里，充电 15 分钟可续航 545 公里。
比亚迪	全新 e 平台 3.0，搭载 800V 高压充电技术，实现充电 5 分钟，续航 150 公里。
华为	计划今年落地 750V、200kW 的 FC1 闪充方案，充电 15 分钟可实现 30%-80%SOC，2023 年落地 1000V、400kW FC2 闪充方案。
极氪	所使用的 SEA 浩瀚智能进化体验架构，可匹配 800V 电压平台，支持 360kW 超级快充。
岚图	布局 800V 高压快充，最高支持 350kW 的超级快充，充电 10 分钟行驶 400 公里。
理想	纯电车型将采用 800V 架构，将充电时间缩短至 10-15 分钟。
广汽埃安	发布 800V 高电压平台，实现最大充电功率可能达到 480kW，实车搭载测试中，电量从 30%充到 80%只用了不到 5 分钟（4 分 50 秒）

资料来源：浙商国际整理

当然，正如我们上文所提到的，快充的普及和实现并不是单单有了技术就行了，为了实现快充而进行的整体配套升级才是更大的难点。电池材料、车体设计、充电桩和电网为了匹配 800V 的快充平台升级都需要做出相应的升级改造，升级改造付出的高成本能否带来可观的收益仍是个未知数。而且当前 800V 快充平台的技术基本都搭载在新款中高端车型上，后续的降本和普及仍需时日。

特斯拉就明确表态了并不会升级到 800V 快充平台，400V 到 800V 的升级需要调整整车和充电设施的设计，对于全球销售量最大的电动汽车厂商，这样的升级在成本收益上非常不经济，因此并不打算在其小型车上使用。我们认为新崛起的新势力品牌争先布局 800V 平台，有望形成在快充方面对于特斯拉的后发优势。

总体而言，可以预见的是，快充在中短期由于成本和配套上的问题，并不会完全取代常规的充电模式，而是会成为常规充电模式的有效补充，满足用户在不同场景下的需要。

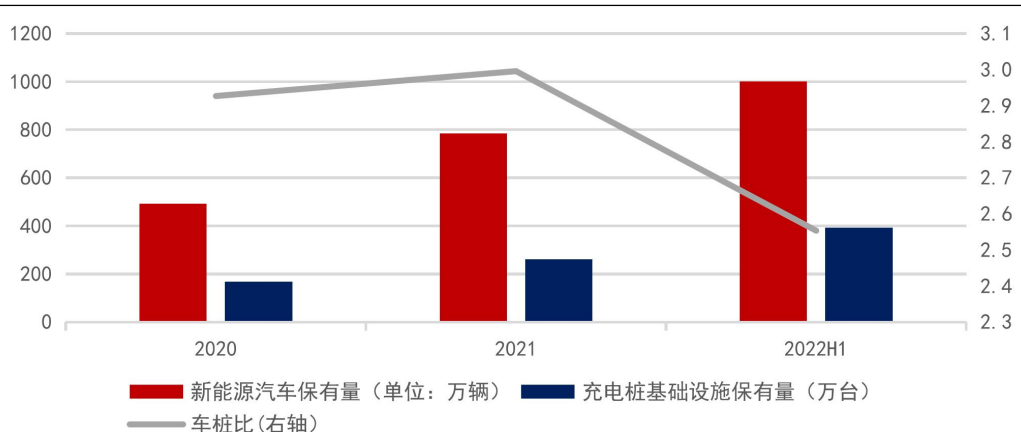
换电作为另一条重要的快捷补能路线，迎来了明确的政策支持，未来将成为电动汽车补能体系中的重要拼图。2020 年全国两会政府工作报告中，换电站被明确纳入新基建建设范畴，换电模式与充电模式互为补充。同年 4 月份财政部等四部委联合发布新能源补贴新政，明确指出起售价 30 万元以上新能源汽车不再享受补贴，但支持换电模式的车辆例外。

换电将成为电动汽车补能体系中的重要拼图。首先在乘用车领域，换电会是部分场景下补能方式有效的补充，比如家中或者单位无法安装充电桩；用户“时间宝贵”，等待充电的机会成本较大；急需用电，没有时间去等待。主要的补能场景仍然是家中/单位相对较慢的充电补能。但是在商用车领域，情况则有所不同。商用车领域出租车、网约车、运输卡车等每天补能的频次高，普通的充电无法完全满足商用车需求。因此换电当前的主流市场仍然在 To B 的商用车领域，但正在快速向 To C 端进行拓展，预计 5 年之内便可以做到普及。根据 iResearch 的测算，到 2025 年国内换电站保有量预计将突破 3 万座，新能源换电汽车保有量将突破 400 万辆，市场渗透率将达 13%。

● 更便捷的充电桩触达

截止 2022 年 6 月底，全国充电基础设施累计近 392 万台，而全国新能源汽车保有量达 1001 万辆，车桩比仍超过 2.5。但相较前两年 3:1 左右的车桩比有了不小的改善，尤其是 2021 年新能源汽车销量激增的情况下，车桩比反而不降反升。

图表 23：新能源汽车和充电桩保有量



资料来源：中汽协，充电联盟，浙商国际

国内充电桩的政策支持力度进一步加码。2020 年充电桩首次被写进政府工作报告，成为未来重点发展的“新基建”之一。今年国家更是在政策中明确表示到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车的充电需求。根据艾媒咨询的测算，国内 2025 年充电桩数量将达 654.3 万台，2021-2025 年的年复合增长率达到 25.7%。

图表 24：充电桩相关的政策支持

时间	政策名称	相关重要内容
2015	《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》	明确充电基础设施建设目标，到 2020 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。
2016	《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	按照“因地制宜、适度超前”原则，在城市发展中优先建设公共服务区域充电基础设施，积极推进居民区与单位停车位配建充电桩。鼓励充电服务企业创新商业模式，提升持续发展能力。到 2020 年，形成满足电动汽车需求的充电基础设施体系。
2017	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	加快新能源汽车充电设施建设，推进新能源运输工具规模化应用。制定发布交通运输行业重点节能低碳技术和产品推广目录，健全监督考核机制。
2018	《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》	力争用 3 年时间大幅提升充电技术水平，提高充电设施产品质量，加快完善充电标准体系，全面优化充电设施布局，显著增强充电网络互联互通能力，快速升级充电运营服务品质，进一步优化充电基础设施发展环境和产业格局。
2020	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	提升充电基础设施服务水平。引导企业联合建立充电设施运营服务平台，实现互联互通、信息共享与统一结算。加强充电设备与配电系统安全监测预警等技术研发，规范无线充电设施电磁频谱使用，提高充电设施安全性、一致性、可靠性，提升服务保障水平。
2020	《2020 年政府工作报告》	充电桩首次被写进政府工作报告。充电基础设施作为七大产业之一，纳入“新基建”。提出增加充电桩、换电站等设施。
2021	《商务部办公厅印发商务领域促进汽车消费工作指引和部分地方经验做法的通知》	完善新能源汽车使用环境，便利新能源汽车充（换）电，鼓励有条件的地方出台充（换）电基础设施建设运营补贴政策。
2021	《2030 年前碳达峰行动方案》	加快绿色交通基础设施建设。有序推进充电桩、配套电网、加注（气）站、加氢站等基础设施

建设，提升城市公共交通基础设施水平。

2022 《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见（发改能源规〔2022〕53号）》

到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。

资料来源：产业信息网，浙商国际

3.2. 安全质量担忧

相较发展了上百年的传统燃油汽车，国内新能源汽车步入市场化竞争的爆发阶段也就是在过去几年间，从任何角度相较燃油汽车都是新兴事物，因此更容易受到国内外主流媒体的关注。新能源汽车一旦出现了质量和安全问题都能引起主流媒体和舆论的重点关注。尤其是新能源汽车的自燃事故，更是媒体吸引眼球和关注度的重要题材。消费者对于购买新能源汽车的安全质量忧虑也主要集中在“自燃”的安全问题上。

在“自燃”的安全问题上，一方面是如我们上文所述的新能源汽车本身“自带流量”，出现问题极易被媒体放大；另一方面是，随着新能源汽车保有量的快速增长，新闻素材也难免增多，极大的影响了消费者心理。

另外根据应急管理部消防救援局 2021 年的统计，全国发生电动汽车火灾事故 3000 余起，在根据纯电动汽车保有量进行推算，纯电动汽车的着火概率在万分之三左右，的确是稍高于传统燃油车万分之一到万分之二的概率。

由于电池的物理化学特性，相较传统燃油车，发生碰撞时起火的确率要比燃油车高。并且由于电池热失控的特性，火势蔓延速度较快，加之电池的化学特性，火势的扑灭难度也高于燃油汽车。

对于电动汽车安全性，作为新兴事物相较燃油车的确还有更多需要改进的地方，例如车企需要投入更多的研发成本和精力，用于优化动力电池、BMS 的安全性及可靠性。后续政策标准的制订和改进也同样在进行中，今年 3 月工信部发布的《2022 年汽车标准化工作要点》中提出，要启动电动汽车动力蓄电池安全相关标准修订工作，进一步提升动力蓄电池热失控报警和安全防护水平；加快推进电动汽车远程服务与管理系列标准研究，修订燃料电池电动汽车碰撞后安全要求标准，进一步强化电动汽车安全保障。

3.3. 二手保值率低

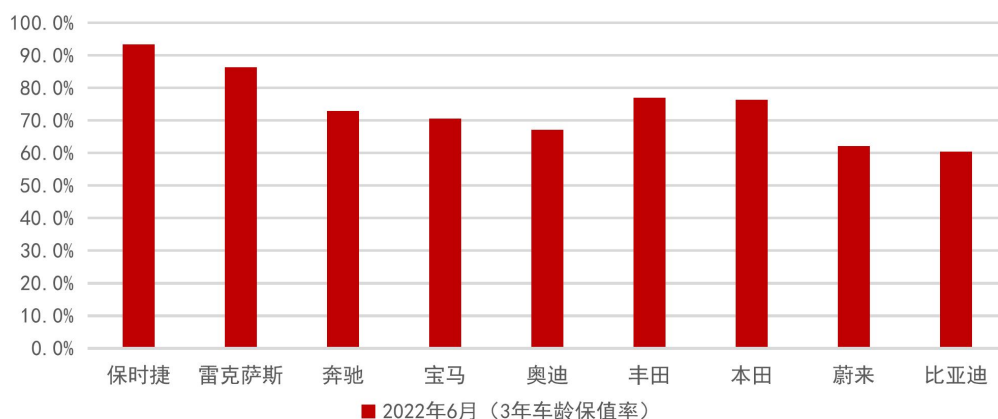
3.3.1. 完善的新能源二手车市场尚未形成

新能源汽车的保值率相较传统燃油车普遍较低，这也成为消费者放弃选择购买新能源汽车的重要原因之一。新能源汽车保值率低是各方面因素造成的，其中的重要因素包括：1）新能源汽车近几年才兴起，首任车主拥车时间都在 5 年以内，还未到换车周期，导致新能源车型的二手车车源很少，还未形成像燃油车那样的完善二手车市场；2）电动汽车的三电质保政策只针对首任车主，电池的寿命折损对于新能源二手车的价值影响非常大；3）当下新能源汽车智能化的趋势使得其更新迭代的速度看齐消费电子产品，燃油车迭代以 3-5 年计，电动车则短至 1-2 年，快速换代导致二手车残值率不断受到冲击，加速了贬值过程。

从数据上来看，国内新能源品牌在保值率上跟传统车企还是有一定差距的。品牌影响力和社会认可度是二手车保值率的关键因素，例如我们可以看到蔚来作为国内新势力品牌中直接对标 BBA（奔驰、宝马和奥迪）的存在，其 3 年车龄 62%的保值率较 BBA70%左右的

保值率仍有差距；而比亚迪 60% 的 3 年车龄保值率相较丰田和本田 75% 以上保值率同样有着不小的差距。

图表 25：新能源汽车的保值率仍有待提高



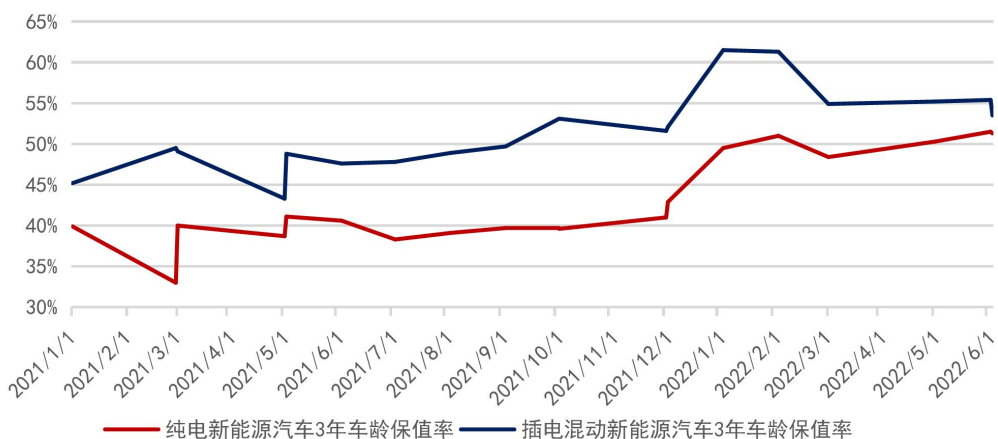
资料来源：中国汽车流动协会，浙商国际

3.3.2. 新能源汽车保值率会随市场完善而提升

根据精真估二手车的数据，2022 第一季度新能源二手车保值率较去年增长明显，一年车龄保值率高达 77.59%，已经接近燃油车二手车的保值率。但值得一提的是，第一季度的保值率大幅增长是建立在诸多利好作用下的结果，除了新能源汽车本身市场接受度和销量的强劲提升，“缺芯”导致的汽车供应短缺导致提车周期大幅提升，再加上车企上游原材料成本涨价引起的涨价潮，甚至出现二手车价格比新车还高的倒挂现象。我们认为随着芯片供应和上游成本回归常态，像第一季度这样的保值率跳涨并不可持续，后续预计会迎来调整回落。

但是纵观长期趋势，我们认为新能源二手车的保值率仍将保持长期向好的趋势，主要基于这三点原因：1）消费者对于新能源汽车的认知和接受度不断提高，正如上文中提到当前的新能源汽车市场从政策驱动转向市场驱动，本质就是新能源汽车的自身卖点足够吸引到消费者；2）新能源二手车市场需要有足够的市场规模才能培育出更加完善的市场机制，全国新能源汽车保有量在今年 6 月已突破 1000 万，结合强势增长的新能源汽车销量和渗透率，未来新能源二手车市场势必会不断扩大；3）政策支持助推新能源二手车市场发展。

图表 26：新能源汽车保值率趋势性向好



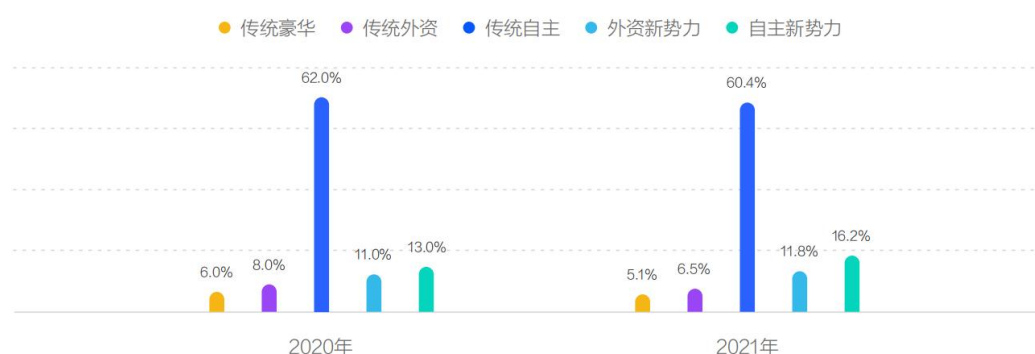
资料来源：中国汽车流动协会，浙商国际

4. 造车新势力乘风起航

当下国内新能源汽车市场的玩家可以分为 5 类：传统车企下的传统豪华品牌（例如奔驰和宝马）、传统外资品牌（例如丰田和本田）、传统自主品牌（例如吉利和长城）；还有当下热门的新势力品牌，分为外资新势力品牌（例如特斯拉）和自主新势力品牌（例如蔚来、小鹏和理想）。

根据中国汽车流通协会 2021 年的数据，可以看到传统自主品牌仍占主导份额，占国内新能源车市场超 60% 以上的份额。排在第二第三都是新势力品牌，自主新势力和外资新势力市场份额分别达到 16.2% 和 11.8%。对比 2020 年的数据，可以看到除了新势力品牌（自主新势力和外资新势力市场份额分别增长 3.2ppts 和 0.8ppts），其他品牌类型的份额均有下降，其中传统自主和传统外资品牌下降最大，分别达到 1.6ppts 和 1.5ppts。自主新势力品牌增长强势，正在蚕食着其他品牌类型的份额。

图表 27：2021 年和 2020 年各阵营市场份额变化

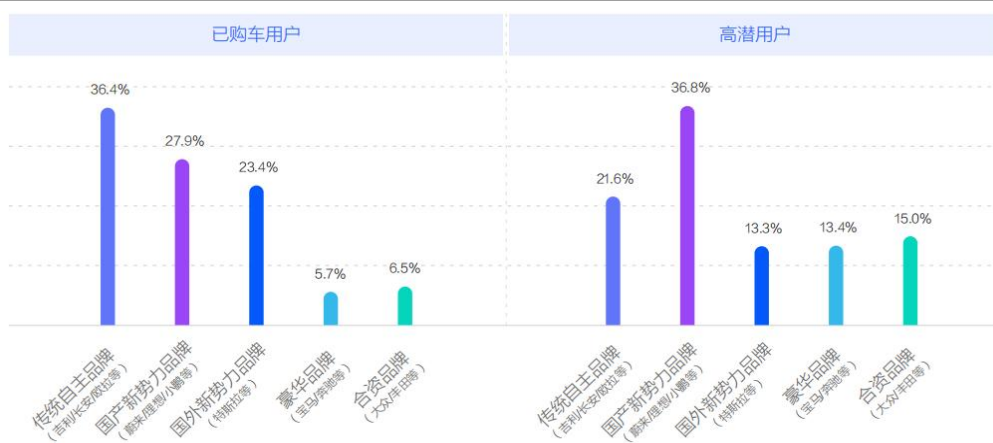


资料来源：中国汽车流通协会，浙商国际

未来我们依旧非常看好自主新势力的发展。根据 2022 年中国新能源汽车用户调研的数据，已购车用户与高潜用户对于品牌偏好存在着较大差异。

首先，我们认为已购车用户的品牌偏好分布基本显示了过去新能源汽车消费者的品牌认知，和上述的市场份额在占比上有所差异，但排位上基本一致。依次是传统自主品牌、国产新势力品牌、国外新势力品牌、合资品牌和豪华品牌。

但是，对于未来重要的汽车消费人群，市场上的高潜用户对于品牌偏好则大有不同，最值得一提的就是高潜用户对于国产新势力品牌有着远超其他品牌类型的偏好。过去新能源汽车份额主要集中在传统自主品牌，随着国产新势力和其他品牌类型的新能源车型陆续交付，用户可选择比较的选项越来越多。其中新势力品牌“年轻、科技、前卫、话题性”等品牌形象和独到的竞争优势已经逐渐深入人心，例如小鹏年轻运动的定位和其领先的自动驾驶和智能驾驶舱技术；蔚来高端品牌的定位和“海底捞式”的用户服务。

图表 28：已购车用户和高潜用户品牌偏好对比


资料来源：巨量算数，2022 年中国新能源汽车用户调研，N=9245，浙商国际

4.1. “蔚小理”组成新势力头部格局

在行业竞争格局方面，蔚来、小鹏和理想作为国内头部的造车新势力，在产品力、技术能力、品牌影响力等各方面都在业内有着重要地位。三者之间互为竞争对手，但也存在着差异化竞争，其各自有着不同的市场定位、产品体系、销售服务体系等。在当前行业高速增长“蓝海”背景下，三者都凭借自身竞争优势在行业内占据着一席之地。

图表 29：蔚来、小鹏和理想的商业模式对比

	蔚来汽车	小鹏汽车	理想汽车
市场定位	<ul style="list-style-type: none"> 定位高端市场 在售产品中，SUV 和轿车产品定价都在 30 万元以上，对标德系豪华品牌 2016 年推出 EP9 超级跑车，树立公司高端品牌形象。产品体系从高端向下延伸。 	<ul style="list-style-type: none"> 定位中高端市场 满足中产阶级消费者的需求 定价在 15-40 万元，对标丰田、大众等中高端品牌。 产品体系从低端向高端延伸 	<ul style="list-style-type: none"> 定位中高端市场 定价在 20-50 万元 整体定位处于蔚来和小鹏之间 产品体系从高端向下延伸
车型总汇	<ul style="list-style-type: none"> 蔚来 ES8/中大型 SUV/纯电 蔚来 ES6/中型 SUV/纯电 蔚来 EC6/中型 SUV/纯电 蔚来 ET7/中大型轿车/纯电 蔚来 ET5/中型轿车/纯电 蔚来 ES7/中大型 SUV/纯电 	<ul style="list-style-type: none"> 小鹏 G3/紧凑型 SUV/纯电 小鹏 P7/中型轿车/纯电 小鹏 P5/紧凑型轿车/纯电 小鹏 G9/中大型 SUV/纯电 	<ul style="list-style-type: none"> 理想 ONE/中大型 SUV/增程式混动 理想 L9/大型 SUV/增程式混动
技术路线	<ul style="list-style-type: none"> 纯电动+换电模式 	<ul style="list-style-type: none"> 纯电动 	<ul style="list-style-type: none"> 增程式混动和高压纯电动
销售与服务	<ul style="list-style-type: none"> 线上线下结合的直销模式 车电分离租用电池的销售模式 线下网点：37 家蔚来中心（一二线城市）、321 家蔚来空间（142 个城市） 充电服务：3404 根超充桩，覆盖 163 个城市、777 座换电站，覆盖 183 个城市、318 辆移动充电车、一键加电（代客充电或换电）、充 	<ul style="list-style-type: none"> 线上线下结合的直销模式 线下网点：357 间门店 充电服务：772 个超充站，覆盖 308 个城市 	<ul style="list-style-type: none"> 线上线下结合的直销模式 线下网点：217 家零售中心（102 个城市） 充电服务：计划在 2023 年推出纯电动车型之前铺设充电基础设施。

电地图覆盖 45 万根公共充电桩

智能化	● 智能系统：AI 数字座舱，车载系统 NIO OS；智能语音助手 NOMI	● 智能系统：车载智能操作系统 Xmart OS，支持多种智能互联	● 智能系统：Linux-Android Automotive 双系统架构
	● 驾驶辅助系统：NIO Pilot，可实现领航辅助、高速/拥堵自动辅助驾驶、转向灯控制变道、车辆近距离召唤、道路标识识别、自动限速调节等	● 驾驶辅助系统：XPilot，可实现高速公路、主要城市道路的智能辅助驾驶，高级智能泊车等	● 驾驶辅助系统：增强型 L2 级辅助驾驶系统；可实现导航辅助驾驶、视觉融合自动紧急制动等

资料来源：公司财报，公司官网，浙商国际整理

4.2. 蔚来定位最高端，后续产品跟进完善产品矩阵有望解决当下的低增速困局

首先在汽车销量上，我们看到从 2021Q3 之前，蔚来凭借其先发优势在蔚小理中销量一直排在第一，2021Q3 小鹏和理想在销量上实现了对蔚来的反超。并且从 2021Q2 开始，蔚来销量的增长率相较另外两家出现了明显的放缓。

究其原因，我们认为蔚来当下产品过于集中在中高端 SUV，而其旗舰轿车产品 ET7 一直到今年一季度末才开始交付，中高端轿车产品 ET5 需要到今年第三季度才能开始交付。产品矩阵过于同质化，加之其他品牌不断进入电动 SUV 领域而竞争加大，导致了蔚来在销售量增长上的疲态。

虽然蔚来在销量上不及小鹏和理想，但凭借其高端化的定位，高昂的单车售价还是使其在营收方面较另外两家仍存优势。35.87 万元的单车售价远高于小鹏和理想 20.25 和 29.35 万元的单车售价。这使得蔚来在第一季度的总营收仍能排在三者最高，但销量增速的拖累，使得其营收增速大幅落后于小鹏和理想。

4.3. 小鹏销量登顶三强，但盈利能力仍有差距

小鹏销量强势，但盈利能力相对较差。小鹏汽车从 2021 年 9 月首次实现月交付破万开始，仅有今年 2 月和 4 月交付量无缘破万，并多次夺得造车新势力月交付排行榜第一。2022 年第一季度实现销量 3.6 万辆，并且保持了 159% 的高速同比增长，在头部三大造车新势力“蔚小理”中不管在销量还是增速都排名第一。

但在盈利能力方面较蔚来和理想仍有差距，我们认为有别于蔚来和理想的产品矩阵，小鹏是从较低价位段的车型起步往上攀爬，因此当前其单车售价是三者中最低的，仅 20.25 万元，这造成了其整车毛利率仅有 10.1%，远低于蔚来的 18.1% 和理想的 22.4%。

4.4. 理想盈利能力最强，后续转向纯电影响其未来盈利能力

理想受益于不同于其他两家的增程式技术路线和良好的成本控制，盈利能力最强。理想是头部造车新势力中唯一可以实现季度盈利的公司，2021 年第四季度实现盈利 3 亿元，今年第一季度盈利水平有所下降，但依然可以达到基本的盈亏平衡，2022 年第一季度净亏损仅为 0.1 亿，而同期蔚来和小鹏的净亏损额则高达 18.25 亿元和 17.01 亿元。

究其原因，主要还是因为理想当前交付在售的仅有一款增程式混动式车型理想 ONE。纯电动汽车仍存里程焦虑的当下，增程式这类可油可电的形式市场接受度更高，即使理想 ONE

的车型定位不低且产品单一，但整体销量上完全不逊蔚来和小鹏；而且单一的产品线大大节省了其营销推广费用、零部件采购成本和产品研发费用；另外增程式混动技术路线相对成熟，本身研发投入就相对较少。因此总体而言，理想相对蔚来和小鹏，在营收上位于两者之间，但费用方面却可以做到三者最低。后续理想将推出纯电车型，未来在技术路线上将走增程式+高压纯电的双重路线，预计要在 2023 年推出第一款纯电车型。

我们认为增程式的技术路线更偏向于行业迈向全面电动化之前满足里程焦虑的过渡，政策支持的退坡也很好的印证了这一点，去年北京规定增程式电动汽车不再享受新能源汽车政策补贴，今年 2 月上海规定 2023 年起，插电式混合动力（含增程式）车辆将不再发放专用牌照。2023 年理想纯电车型的姗姗来迟可能会面临更激烈的市场竞争，在纯电技术上的追赶和营销上的努力势必会带来高额的支出，预计未来盈利能力将会承压。

图表 30：蔚来、小鹏和理想季度销量对比

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
蔚来	3838	10331	12206	17353	20060	21896	24439	25034	25768	25059
YoY					423%	112%	100%	44%	28%	14%
小鹏	2271	3228	8578	12964	13340	17398	25666	41751	34561	34422
YoY					487%	439%	199%	222%	159%	98%
理想	2896	6604	8660	14464	12579	17575	25116	35221	31716	28687
YoY					334%	166%	190%	144%	152%	63%

资料来源：公司公告，浙商国际

图表 31：蔚来、小鹏和理想 2022Q1 财务数据对比

2022Q1	蔚来	小鹏	理想
营业收入（亿元）	99.11	74.55	95.62
YoY	24%	153%	167%
车辆销售收入（亿元）	92.44	69.99	93.09
YoY	25%	149%	169%
2022Q1 销量（辆）	25768	34561	31716
YoY	28%	159%	152%
平均单车售价（万元）	35.87	20.25	29.35
毛利率	14.60%	12.22%	22.63%
研发费用（亿元）	17.62	12.21	13.74
研发费用率	18%	16%	14%
销售费用（亿元）	20.15	16.42	12.03
销售费用率	20%	22%	13%
净亏损（亿元）	18.25	17.01	0.11

资料来源：公司财报，浙商国际

4.5. 蔚小理将进入各自领域相互竞争

蔚来将持续定位 30 万以上中高端价位，维持其当下品牌的高端定位，同时将规划推出面向大众市场的中低端副品牌；小鹏将在今年完成旗下中大型纯电动 SUV 小鹏 G9 的上市与交付，届时其产品价格区间将上探至 15-40 万；理想当前推出的车型皆为中高端混动 SUV，公司预计从 2023 年起，每年将至少推出两款纯电车型，实现增程和纯电双轮驱动。

后续值得关注的是，随着蔚来的产品矩阵向更低的价位段下探，而小鹏和理想则进一步向更高价格段的产品发起攻势，未来在某个细分价位段偏安一隅的情况将难再现。再结合小鹏向中高端 SUV 市场的进军，杀入蔚来和理想的腹地；理想加大投入进入纯电汽车领域，三家头部造车新势力之间的竞争势必将更加激烈。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对同期相关证券市场代表性指数表现+20%以上；
2. 增持：相对同期相关证券市场代表性指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：相对同期相关证券市场代表性指数表现+10%以上；
2. 中性：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：相对同期相关证券市场代表性指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh. hk

官网：www. cnzsqh. hk