



# 蔚来：盈利短期承压 产品换代完成

## 新能源汽车行业系列点评五十六：

### 事件概述：

北京时间6月9日，蔚来发布23Q1财报：

23Q1实现单季营收106.8亿元，同比/环比分别为+7.7%/-33.5%；销量约为3.1万辆，同比/环比分别为+20.5%/-22.5%；汽车业务毛利率为5.1%，同比/环比分别为-13.0pts/-1.7pts；单季归母净亏损为48.0亿元，同比/环比分别扩大163.2%/缩小17.8%。

### 分析与判断：

#### ► 产品结构变化 营收短期承压

**营收端：**23Q1蔚来总营收为106.8亿元，同比/环比分别为+7.7%/-33.5%；

其中当季汽车业务收入为92.2亿元，同比/环比分别为-0.2%/-37.5%。同比下降主要由于ET5、75kWh标准续航电池包交付量占比提高带来平均售价降低，部分被交付量增加所抵销。环比下降主要由于交付量下降以及ET5、75kWh标准续航电池包交付量占比提高带来平均售价降低。ASP由22Q4的36.85万元下降至29.72万元。

交付量方面，23Q1共计交付3.1万辆，同比/环比分别为+20.5%/-22.5%。

其他业务方面，23Q1营收达到14.5亿元，同比/环比分别为+117.8%/+11.3%；增长主要是随保有量提升而增长的配附件销售、维修保养服务、汽车金融服务、二手车销售及能源解决方案。

**利润端：**毛利方面，23Q1汽车业务毛利为4.7亿元，同比/环比分别为-71.9%/-53.4%；23Q1汽车业务毛利率为5.1%，同比/环比分别为-13.0pts/-1.7pts。汽车毛利率下滑主要由于1)销售产品结构的变化及电池单位成本增加；2)针对上一代ES8、ES6及EC6车型提供的折扣增加，部分影响被22Q4发生的与上一代ES8、ES6及EC6车型相关的存货拨备、生产设施加速折旧及购买承诺损失所抵销。

23Q1总毛利为1.6亿元，同比/环比分别为-88.8%/-73.9%。23Q1毛利率为1.5%，同比/环比分别为-12.9pts/-2.4pts。

#### ► 研发持续投入 现金储备充足

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

### 相关研究

- 【华西汽车】新能源汽车行业系列点评五十五：新势力：交付环比向上 头部效应显现  
2023.06.02
- 【华西汽车】新能源汽车行业系列点评五十四：小鹏：业绩短期承压 期待智驾拐点  
2023.05.25
- 【华西汽车】新能源汽车行业系列点评五十三：理想：23Q1盈利正增长 双能战略开启  
2023.05.11

**费用端：**23Q1 蔚来研发费用为 30.8 亿元，同比/环比为+74.6%/-22.7%；23Q1 研发费用率为 28.8%，同比/环比为+11.0pts/+4.0pts。

23Q1 销售管理费用为 24.5 亿元，同比/环比分别为+21.4%/-30.7%；23Q1 销售管理费用率为 22.9%，同比/环比为+2.6pts/+1.0pts。

**渠道端：**截至 23Q1，公司拥有 365 家蔚来中心和蔚来空间，覆盖 136 个城市，拥有 359 家服务中心和交付中心，覆盖 196 个城市。销售门店较 22Q4 减少 10 家，少覆盖 5 座城市；维修服务中心增加 54 家，多覆盖 48 座城市。门店收缩而售后扩张。

**现金：**截至 23Q1 蔚来拥有的现金及现金等价物、受限制现金和短期投资总计 375 亿元，短期流动性风险较弱。

**未来展望：**公司预计 23Q2 汽车销量将在 2.3 万辆至 2.5 万辆之间；同比区间为-8.2%至-0.2%；对应的收入约为 87.4 亿元至 93.7 亿元，同比区间为-15.2%至-9.0%。

### ► 车型加速推出 预期修复盈利

**新品加速推出，销量预期上行。**公司计划于 6 月 15 日发布 ET5 旅行版，并于当月开启交付。全新 ES8 也将于近期开启交付，EC6 计划于 23Q3 发布和交付。随着新车型切换工作的顺利推进以及充换电站的加快部署，蔚来基于 NT2.0 平台的 8 款产品将组合发力，公司预计下半年包含 ET5、ET5 旅行版、ES6 和 EC6 在内的所有车型合计月销量可达到单月 2 万辆，充换电站的加速渗透将带来更多销量增量。

**盈利短期扰动，预期持续修复。**由于受到国补退坡、旧款车型折扣、锂价格波动、市场竞争加剧等多个因素影响，短期内蔚来毛利承压。公司预计自 23Q3 起，毛利有望出现提升，目标在 23Q4 将毛利率提升至 15%以上，未来实现 20%-25%的毛利率。

### 投资建议

**蔚来凭借“优质品牌形象+智能电动技术优势”构筑核心竞争优势。**蔚来通过圈层营销和优质服务引导客户完成了品牌共创，打造高端品牌形象。公司全产品系换代接近完成，基于 NT2.0 平台打造的 ET5、ET5 旅行版、ES6 和 EC6 对公司中期稳态销量具有重要影响。受益标的【蔚来-SW】。

**零部件中期成长不断强化，短期量价影响有限。**电动智能重塑秩序，优质自主零部件供应商一方面凭借性价比和快速响应能力获得更多配套机会，另一方面部分卡脖子技术借机实现 0 到 1 突破，打破外资垄断格局。同时全球化进程明显加快，中国零部件崛起势不可挡。短期市场担心终端价格战对零部件的量价双杀影响，我们认为或可不必过于悲观，判断新能源+自主产业链承压将小于合资燃油产业链，有新品放量

的零部件表现也将显著好于行业，同时车企降本压力诉求将加快座椅、底盘电子、汽车电子等的国产替代。坚定看好新势力产业链+智能电动增量，推荐：：

1、智能电动增量：1) 智能化核心主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化高景气：特斯拉引领一体压铸大变革，优选【文灿股份、旭升集团、多利科技】；

2、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、旭升集团、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、美利信】。

### 风险提示

新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期；行业需求不及预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	258.00	买入	1.06	8.61	11.20	14.09	243.4	30.0	23.0	18.3
000625.SZ	长安汽车	12.07	买入	0.47	0.98	1.14	1.39	25.7	12.3	10.6	8.7
601633.SH	长城汽车	23.23	买入	0.73	0.81	1.31	1.68	31.8	28.7	17.7	13.8
0175.HK	吉利汽车	9.54	买入	0.48	0.73	1.05	1.57	19.9	13.0	9.0	6.1
601689.SH	拓普集团	63.98	买入	0.93	2.11	3.06	4.44	68.8	30.3	20.9	14.4
603179.SH	新泉股份	40.10	买入	0.75	1.60	2.45	3.12	53.5	25.1	16.4	12.9
001311.SZ	多利科技	61.62	买入	3.64	3.85	5.00	7.01	16.9	16.0	12.3	8.8
002472.SZ	双环传动	22.11	买入	0.46	1.00	1.41	1.66	48.1	22.1	15.7	13.3
688533.SH	上声电子	42.75	买入	0.41	1.36	2.29	3.36	104.3	31.4	18.7	12.7
600933.SH	爱柯迪	21.25	买入	0.36	0.92	1.31	1.82	59.0	23.1	16.2	11.7
301307.SZ	美利信	30.56	买入	0.63	1.37	1.83	2.47	48.5	22.3	16.7	12.4
603596.SH	伯特利	67.45	买入	1.24	2.45	3.49	4.70	54.4	27.5	19.3	14.4
688326.SH	经纬恒润-W	130.00	买入	1.62	2.53	4.71	6.93	80.2	51.4	27.6	18.8
002920.SZ	德赛西威	114.20	增持	1.51	3.03	4.20	5.36	75.6	37.7	27.2	21.3
688007.SH	光峰科技	19.90	买入	0.52	0.35	0.84	1.09	38.3	56.9	23.7	18.3
603997.SH	继峰股份	14.55	买入	0.12	0.43	0.63	1.05	121.3	33.8	23.1	13.9
603348.SH	文灿股份	38.27	买入	0.38	1.50	2.45	3.56	100.7	25.5	15.6	10.8
603305.SH	旭升集团	24.94	买入	0.92	1.05	1.42	1.79	27.1	23.8	17.6	13.9
605128.SH	上海沿浦	40.61	买入	0.88	1.91	3.83	5.36	46.1	21.3	10.6	7.6
603786.SH	科博达	53.94	买入	0.97	1.48	2.04	2.94	55.5	36.4	26.4	18.3
600660.SH	福耀玻璃	32.99	买入	1.23	2.03	2.46	3.02	26.8	16.3	13.4	10.9
601799.SH	星宇股份	106.58	买入	3.41	4.20	6.05	7.90	31.3	25.4	17.6	13.5
300258.SZ	精锻科技	9.40	买入	0.36	0.62	0.79	1.00	25.9	15.1	11.9	9.4

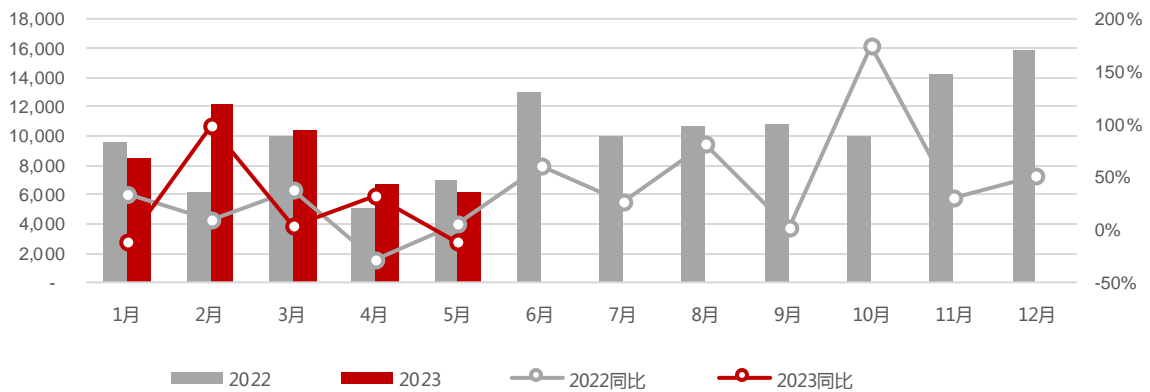
资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2023/6/9），光峰科技、德赛西威、福耀玻璃、美利信分别与计算机组、建材组、通信组联合覆盖

表 1 蔚来核心财务数据

核心财务指标 (百万RMB)	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
总交付量 (万辆)	2.5	2.6	2.5	3.2	4.0	3.1
同比 (%)	44.3%	28.5%	14.4%	29.3%	60.0%	20.5%
环比 (%)	2.4%	2.9%	-2.8%	26.1%	26.7%	-22.5%
营业收入 (百万人民币)	9,900.7	9,910.6	10,292.4	13,002.1	16,063.5	10,676.5
同比 (%)	49.1%	24.2%	21.8%	32.6%	62.2%	7.7%
环比 (%)	1.0%	0.1%	3.9%	26.3%	23.5%	-33.5%
汽车销售收入 (百万人民币)	9,215.4	9,244.0	9,570.8	11,932.7	14,759.0	9,224.5
同比 (%)	49.3%	24.8%	21.0%	38.2%	60.2%	-0.2%
环比 (%)	6.7%	0.3%	3.5%	24.7%	23.7%	-37.5%
营业成本 (百万人民币)	-8,201.2	-8,463.7	-8,952.1	-11,267.0	-15,441.8	-10,514.2
毛利 (百万人民币)	1699.5	1446.8	1340.3	1735.1	621.8	162.3
毛利率 (%)	17.2%	14.6%	13.0%	13.3%	3.9%	1.5%
汽车业务毛利率 (%)	20.9%	18.1%	16.7%	16.4%	6.8%	5.1%
运营费用 (百万人民币)	4,228.8	3,917.5	4,678.1	5,708.6	7,658.1	5,274.1
研发费用 (百万人民币)	1,828.5	1,761.7	2,149.5	2,944.5	3,980.6	3,075.6
SGA (百万人民币)	2,358.2	2,014.8	2,282.5	2,712.5	3,527.4	2,445.9
经营性利润 (百万人民币)	-2,445.1	-2,188.6	-2,845.6	-3,870.3	-6,736.2	-5,111.8
同比 (%)	-176.9%	640.0%	272.8%	290.2%	175.5%	133.6%
环比 (%)	146.5%	-10.5%	30.0%	36.0%	74.0%	-24.1%
经营性利润率 (%)	-24.7%	-22.1%	-27.6%	-29.8%	-41.9%	-47.9%
归母净利润 (百万人民币)	-2,179.2	-1,825.0	-2,745.0	-4,142.3	-5,847.1	-4,739.5
同比 (%)	46.0%	-62.6%	316.4%	44.9%	168.3%	159.7%
环比 (%)	-23.8%	-16.3%	50.4%	50.9%	41.2%	-18.9%
<b>单车财务指标</b>						
单车 ASP (万人民币)	36.81	35.87	38.19	37.75	36.85	29.72
单车成本 (万人民币)	29.13	29.37	31.83	31.57	34.33	28.20
单车毛利 (万人民币)	7.68	6.51	6.36	6.18	2.52	1.52
单车研发 (万人民币)	7.30	6.84	8.58	9.32	9.94	9.91
单车 SGA (万人民币)	9.42	7.82	9.11	8.58	8.81	7.88
单车净利润 (万人民币)	-8.70	-7.08	-10.95	-13.11	-14.60	-15.27

资料来源：蔚来公告，华西证券研究所

图 1 蔚来交付量及增速 (辆, %)



资料来源：蔚来官网，华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。