

电动车行业点评

特斯拉及造车新势力：一季度盈利水平回升，21年高增长可期，供应链受益 增持（维持）

2021年05月20日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

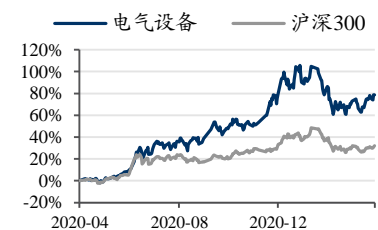
yuesy@dwzq.com.cn

投资要点

- **特斯拉连续七季度实现盈利，成本结构优化提升盈利水平。**特斯拉 21Q1 营收 103.89 亿美元，同比大增 74%，环比小幅下降 3%。非 GAAP 准则下净利润 10.52 亿美元，同比增长 363.44%，环比增长 16.50%。营业利润率达 5.7%，同比增长 0.99pct，环比增长 0.3pct。汽车业务毛利率 25.8%，同环比 1.42pct/2.40pct，降本效果显著，成本结构进一步优化。
- **特斯拉预计长期销量复合年增长率为 50%，下半年新产能落地，新版 Model S/X 以及 Semi 即将启动交付。**Q1 交付 18.5 万辆，同环比 109%/2%，符合预期，公司预计长期销量复合年增长率为 50%。美国工厂 Model 3/Y 合计产能实现 50 万辆，Model S/X 产能 10 万辆。Q3 MS/X 每周产能恢复至 2000 辆（年化 10 万辆）以上；中国工厂年产能达 45 万辆，国产 Model Y 开始交付，产能迅速爬坡，21 年将进一步扩大规模；柏林、德州工厂设备开始调试，预计 21 年下半年生产和交付仍将按计划进行。此外，Semi 预计将于 21 年开始交付。
- **国产特斯拉产能快速爬坡，本土化程度提升，国内供应链进一步受益。**根据 GGII 数据，Q1 特斯拉国内电池装机量 4.37GWh，其中宁德时代 Q1 供应 Model 3 磷酸铁锂电池 2.39GWh，占比 54.72%，占比进一步提升；LG 化学供应 Model 3/Y 三元电池 1.98GWh，占比 45.28%，预计随着钴产特斯拉产能的快速放量，国内供应链将进一步受益。
- **蔚来高端车型放量提高盈利水平，高举高打开启海外布局。**蔚来 21Q1 营收 79.82 亿元，同比大幅提升 481%；高端车型放量叠加更大比例 NIO Pilot 与 100kWh 选装率拉升毛利率至 19%，同比大增 32pct；净亏损 4.51 亿元，同环比缩窄 73%/68%。Q1 交付两万辆，同环比 423%/16%；Q2 预计交付 2.1-2.2 万辆，环比增长 5-10%。全年预计交付 10 万辆，增速 129%。NEO PARK 合肥项目启动，规划整车产能 100 万辆，电池 100GWh，年产值超 5000 亿；3 月底建立了蔚来的挪威销售公司与当地团队以负责本土的运营和服务，将于今年 9 月在挪威开启 ES8 的交付，ET7 将于明年正式进入挪威市场，同时将在挪威构建完善的加电体系。
- **小鹏汽车首次确认 XPILOT 软件收入，原材料降本释放更多盈利，Q4 开启新车型周期。**小鹏汽车 21Q1 营收 29.51 亿元，同比大幅提升 616%；受益于原材料降本叠加确认 XPILOT 收入，毛利率大幅拉升至 11.2%，环比提升 6.6pct，净亏损 7.87 亿元，同环比缩窄 21.05%/0.11%。20Q1 共交付 13340 辆车，同环比 487.4%/2.9%，超此前指引。Q2 预计交付 1.55-1.6 万辆，环比增加 16-20%。全年预计交付 6-7 万辆，对应增速 122-159%。公司计划 Q4 起交付全部配备激光雷达的新车型 P5，目前在手订单量是同期 P7 的的数倍。3 月 XPILOT 累计付费率超 25%，将贡献新增长点。公司肇庆、广州和武汉三个工厂峰值产能可达 50 万辆。
- **投资建议：**坚定看好特斯拉及造车新势力产业链龙头，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、容百科技、恩捷股份、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、宏发股份、汇川技术、三花智控）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、天奈科技、星源材质、欣旺达，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气）。

- **风险提示：**政策支持及销量不及预期

行业走势



相关研究

- 1、《电气设备与新能源行业点评：基金 21Q1 持仓：新能源汽车、工控持仓整体持稳，光伏延续下滑》2021-04-26
- 2、《电气设备新能源行业周报：车展火爆电动化智能化提速持续看好、储能首次征求意见》2021-04-25
- 3、《电气设备新能源行业周报：车展电动新车型众多全面拥抱电动化、硅料上涨光伏博弈》2021-04-18

内容目录

1. 特斯拉：一季度盈利水平回升，21 年高增长可期，供应链受益.....	4
2. 蔚来：盈利能力超预期，高举高打开启海外战略布局.....	16
3. 小鹏汽车：首次确认软件收入，盈利能力再提升.....	21
4. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

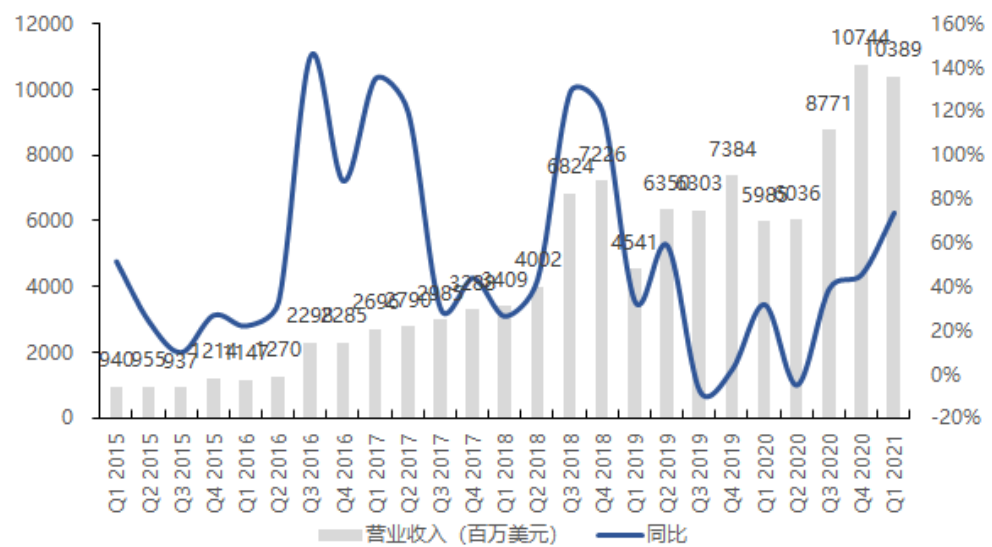
图 1: 特斯拉季度营收情况 (单位: 百万美元)	4
图 2: 特斯拉季度净利润和净利率 (单位: 百万美元)	4
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率 (单位: 百万美元)	5
图 4: 单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)	5
图 5: 单季度经营现金流 (百万美元)	6
图 6: 单季度资本开支情况 (单位: 百万美元)	6
图 7: 特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)	7
图 8: 特斯拉分业务毛利率情况	7
图 9: 特斯拉在手定金 (亿美元)	8
图 10: 特斯拉递延收入 (亿美元)	8
图 11: 特斯拉单车均价有所下降 (除去租赁和积分收入影响) (万美元)	9
图 12: 单车成本持续下降 (除租赁和积分影响) (万美元)	9
图 13: 单车毛利环比下滑 (除租赁和积分影响) (万美元)	9
图 14: 特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)	10
图 15: 特斯拉主要费用率情况	10
图 16: 特斯拉单车指标继续下行通道 (万美元/辆)	10
图 17: 特斯拉分季度销量明细 (辆)	11
图 18: 特斯拉分季度销量趋势 (辆)	11
图 19: 特斯拉分地区销售情况 (万辆)	12
图 20: 特斯拉累计库存情况 (辆)	13
图 21: 特斯拉库存周转天数 (天)	13
图 22: 特斯拉产能进度	13
图 23: 特斯拉产能预测 (万辆)	14
图 24: 拜登主要电动车政策	14
图 25: 特斯拉销量预测	15
图 26: 蔚来分业务毛利率情况	16
图 27: 蔚来季度净亏损 (亿元)	16
图 28: 蔚来分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)	16
图 29: 蔚来季度分车型销量 (辆)	17
图 30: 蔚来单车季度平均收入 (万元/辆)	18
图 31: 蔚来单车季度平均成本 (万元/辆)	18

图 32: 蔚来季度研发费用及销售、管理费用 (亿元)	19
图 33: 蔚来季度研发费用率及销售费用率 (%)	19
图 34: 小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况 (亿元)	21
图 35: 小鹏汽车分季度营收情况 (亿元)	22
图 36: 小鹏汽车分季度净利润与净利率 (亿元, %)	22
图 37: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率变化 (%)	22
图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万/辆)	23
图 39: 小鹏 P7 与 G3 季度交付量 (辆)	23
图 40: 小鹏汽车递延收入(亿元).....	24
图 41: 小鹏汽车大规模放量摊薄费用率 (亿元, %)	25

1. 特斯拉：一季度盈利水平回升，21 年高增长可期，供应链受益

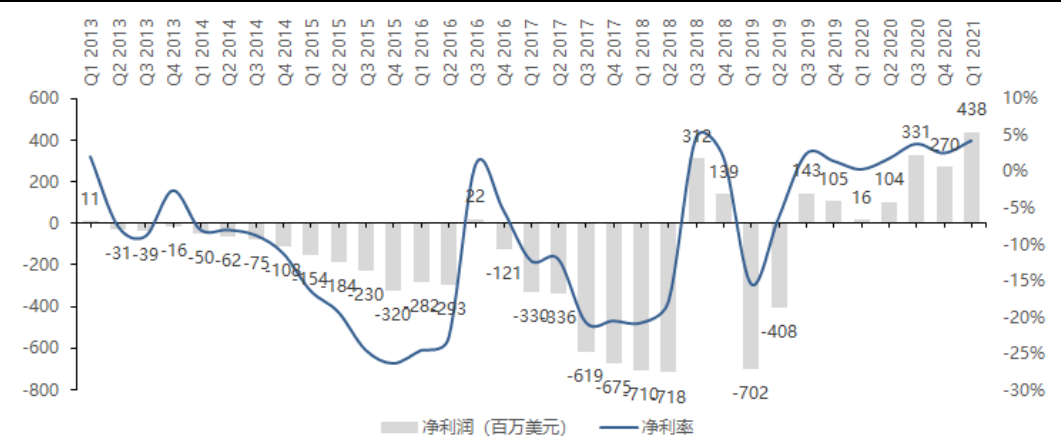
特斯拉连续七季度实现盈利，盈利水平同环比回升。特斯拉 21Q1 营收 103.89 亿美元，同比大增 74%，环比小幅下降 3%。GAAP 准则下净利润为 4.38 亿美元，去年同期为 0.16 亿美元，同比大增 2638%，连续第 7 个季度实现盈利，环比增长 62%；非 GAAP 准则下（扣除 6.14 亿股权激励费用影响）净利润 10.52 亿美元，同比增长 363.44%，环比增长 16.50%。营业利润率达 5.7%，同比增长 0.99pct，环比增长 0.3pct。

图 1：特斯拉季度营收情况（单位：百万美元）



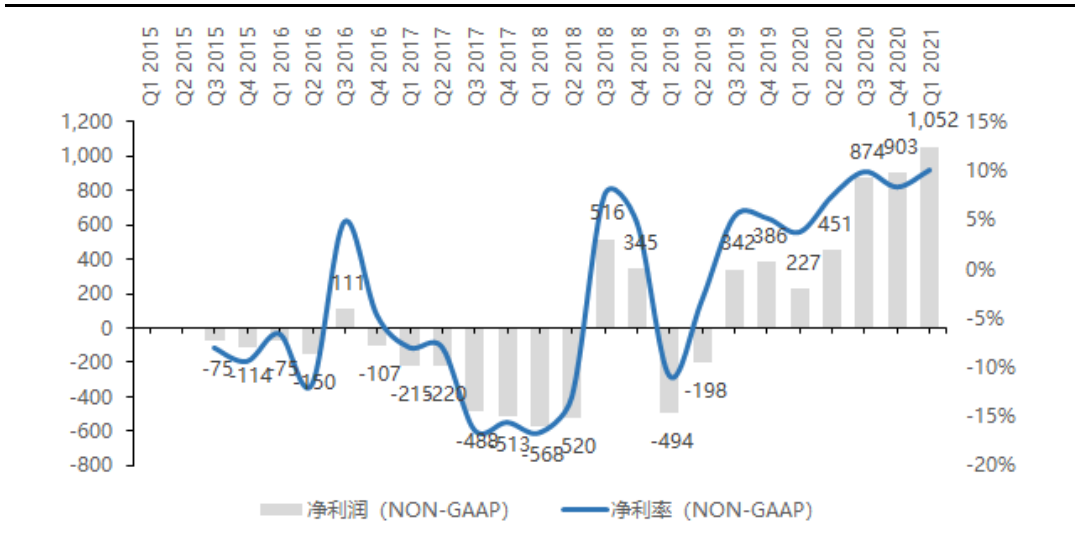
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：特斯拉季度净利润和净利率（单位：百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

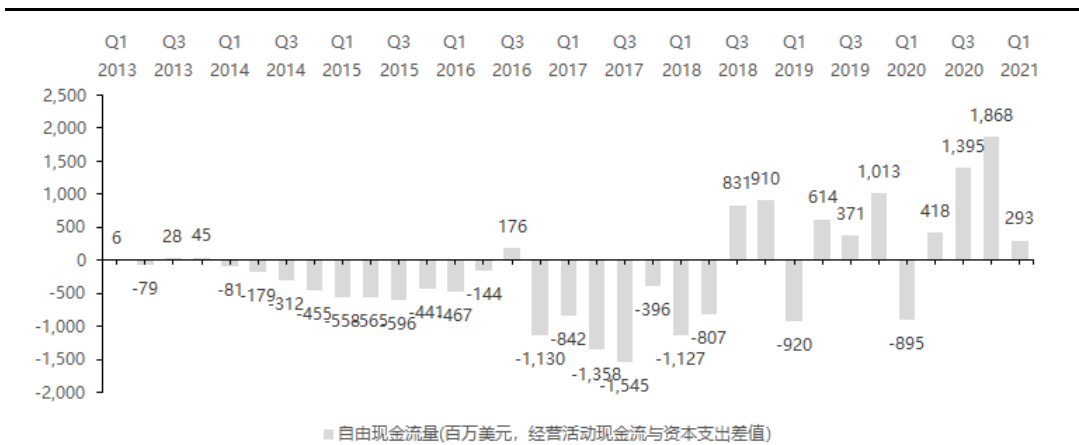
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

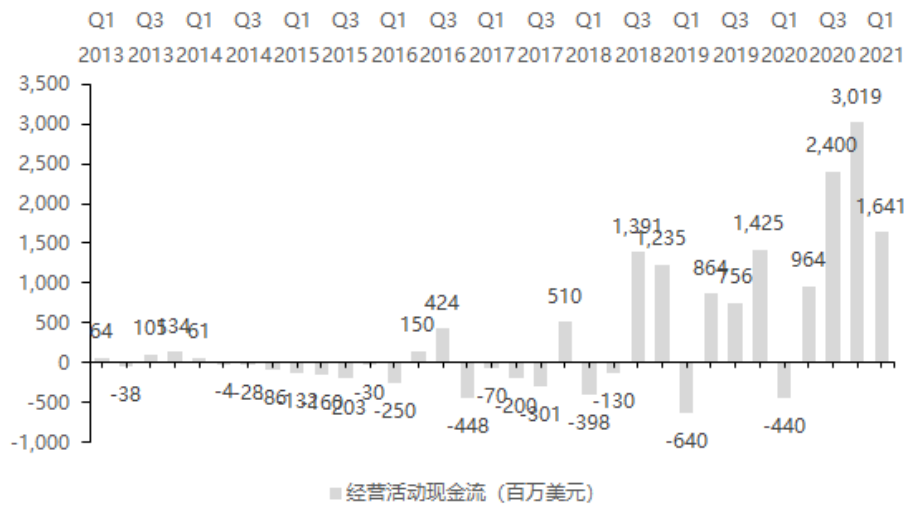
额外投资及债务偿还导致自由现金流下滑, 资本开支大幅增长。21Q1 经营性现金流 16.41 亿美元, 同环比+473%/-46%; 资本开支为 13.48 亿美元, 同比+196.3%, 环比+17%, 投资主要用于柏林、德州产线建设。21Q1 自由现金流 2.93 亿美元, 同比下降 133%, 环比下降 84.3% (12 亿美元支出用于加密货币他投资, 12 亿用于债务偿还), 期末在手现金 171 亿美元, 环比微降。

图 4: 单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)



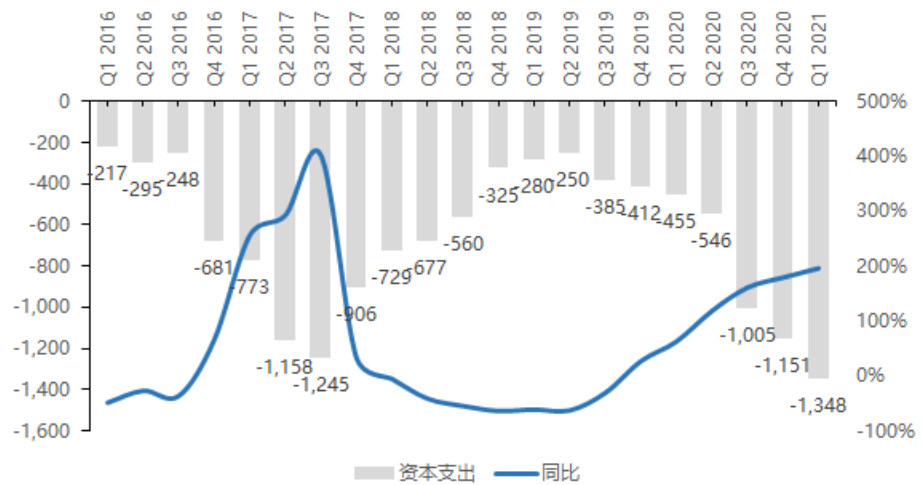
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 单季度经营现金流 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 单季度资本开支情况 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

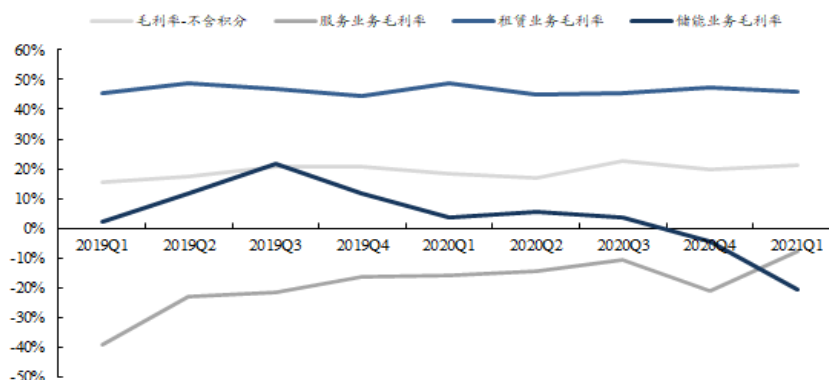
汽车业务毛利率同环比增长, 储能受季节影响毛利率下滑。汽车业务 21Q1 收入 90.1 亿美元, 其中汽车销售 87.1 亿美元, 同比增长 78%, 环比小幅下降 4%, 毛利率提升至 25.8%, 同环比+1.42pct/+2.40pct, 扣除积分收入影响后(收入 5 亿, 同环比+46%/+29%), 毛利率 21.13%, 同比增长 2.62pct, 环比增长 1pct, 降本效果显著, 成本结构进一步优化; 汽车租赁 3.0 亿美元, 同比+24%, 环比+6%。储能业务收入 4.9 亿美元, 同比+70%, 环比-34%, 受季节影响下滑, 储能业务毛利率-20.4%, 同比下滑 24.2pct, 环比下降 15.7pct, 主要受光伏成本上升及装机的季节性影响, 但订单依然充足。服务相关业务收入(售后车辆服务等业务) 8.9 亿美元, 同比+59%, 环比+32%, 毛利率-7.7%。

图 7: 特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
汽车销售	收入 (亿美元)	35.1	51.7	51.3	61.4	48.9	49.1	73.5	90.3	87.1
	-同比	37%	66%	-13%	1%	39%	-5%	43%	47%	78%
	-环比	-42%	47%	-1%	20%	-20%	0%	50%	23%	-4%
	收入占比	77%	81%	81%	83%	82%	81%	84%	84%	84%
	成本 (亿美元)	28.6	42.5	40.1	48.2	37.0	37.1	53.6	69.2	64.6
	毛利 (亿美元)	6.5	9.1	11.2	13.3	11.9	12.0	19.9	21.1	22.5
	毛利率	18.60%	17.69%	21.78%	21.62%	24.40%	24.37%	27.02%	23.38%	25.82%
	汽车监管积分收入 (亿美元)	2.16	1.11	1.34	1.33	3.54	4.28	3.97	4.01	5.18
	收入-不含积分 (亿美元)	32.9	50.6	50.0	60.1	45.4	44.8	69.5	86.3	81.9
	-同比	29%	62%	-15%	1%	38%	-11%	39%	44%	80%
	毛利-不含积分 (亿美元)	4.4	8.0	9.8	12.0	8.4	7.7	15.9	17.1	17.3
	毛利率-不含积分	13.30%	17.20%	20.80%	20.90%	18.51%	17.15%	22.85%	19.82%	21.13%
	产量合计 (万辆)	7.7	8.7	9.6	10.5	10.3	8.2	14.5	18.0	18.0
	销量合计 (万辆)	6.3	9.5	9.7	11.2	8.9	9.1	14.0	18.1	18.5
	-同比	110%	134%	16%	23%	40%	-5%	44%	61%	109%
	租赁销量	0.1	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	1.0	1.4	1.4
	销量合计 (万辆)-去除租赁	6.2	8.9	8.8	10.3	8.2	8.6	13.0	16.7	17.1
	Model3y	5.1	7.8	8.0	9.3	7.6	8.0	12.4	16.2	18.3
	Modelsx	1.4	1.5	1.7	1.9	1.2	1.1	1.5	1.9	0.2
	均价 (万美元/辆)-不含积分	5.3	5.7	5.7	5.8	5.5	5.2	5.4	5.17	4.78
平均毛利 (万美元/辆)-不含积分	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8	1.1	0.9	0.9	
平均毛利率-不含积分	12.98%	14.86%	17.84%	18.31%	17.23%	16.26%	21.21%	18.32%	19.58%	
平均成本 (万美元/辆)	4.5	4.5	4.1	4.3	4.2	4.1	3.8	3.8	3.5	
服务及其他收入	收入 (亿美元)	4.9	6.1	5.5	5.8	5.6	4.9	5.8	6.8	8.9
	-同比	88%	126%	67%	9%	14%	-20%	6%	17%	59%
	收入占比	11%	10%	9%	8%	9%	8%	7%	6%	9%
	成本 (亿美元)	6.8	7.5	6.7	6.7	6.5	5.6	6.4	8.2	9.6
毛利率	-39.1%	-22.8%	-21.7%	-16.2%	-15.7%	-14.6%	-10.8%	-21.1%	-7.7%	
汽车租赁	收入 (亿美元)	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.7	2.7	2.8	3.0
	-同比	-22%	0%	0%	19%	-9%	28%	20%	24%	24%
	收入占比	5%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%	3%
	成本 (亿美元)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6
毛利率	45.6%	49.0%	47.1%	44.7%	49.0%	44.8%	45.3%	47.1%	46.1%	
储能	收入 (亿美元)	3.2	3.7	4.0	4.4	2.9	3.7	5.8	7.5	4.9
	-同比	-14%	16%	8%	10%	-34%	-8%	45%	71%	70%
	收入占比	7%	6%	6%	6%	5%	6%	7%	7%	5%
	成本 (亿美元)	3.1	3.3	3.1	3.9	2.8	3.5	5.6	7.9	6.0
	毛利率	2.4%	11.6%	21.9%	11.7%	3.8%	5.7%	3.6%	-4.7%	-20.4%
太阳能装机 (MWh)	47	29	43	54	35	27	57	86	92	
储能装机 (MWh)	229	415	477	530	260	419	759	1584	445	
合计	收入 (亿美元)	45.4	63.6	63.0	73.9	59.8	60.4	87.7	107.4	103.9
	-同比	34%	59%	-8%	2%	32%	-5%	39%	45%	74%
	成本 (亿美元)	40	54	51	60	47	48	67	87	82
	毛利率	12.53%	14.48%	18.89%	18.76%	20.63%	21.11%	23.52%	19.23%	21.32%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 特斯拉分业务毛利率情况

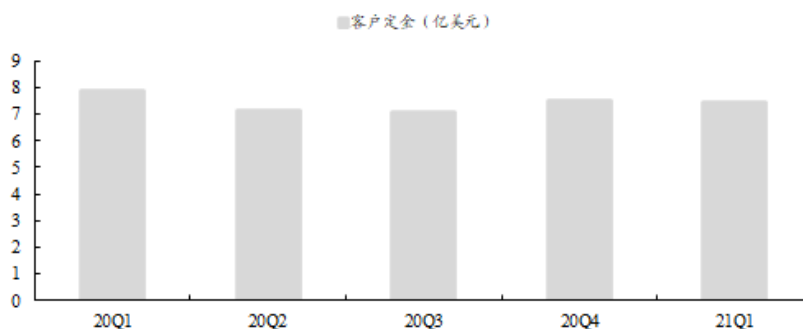


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在手订单维持高位, 21 年递延收入有望超预期。21Q1 客户定金为 7.45 亿美元, 与 Q4 基本持平, 维持高位, 后续需求释放有保证。公司 20 年 10 月开始逐步推出 FSD beta 测试版, 且公司开发了神经网络训练计算机 Dojo 用于无监督的大规模算法训练, Musk 表示最新 FSD 具备“驾驶零干预”功能, 实现重大突破, 但由于该部分功能未全体推

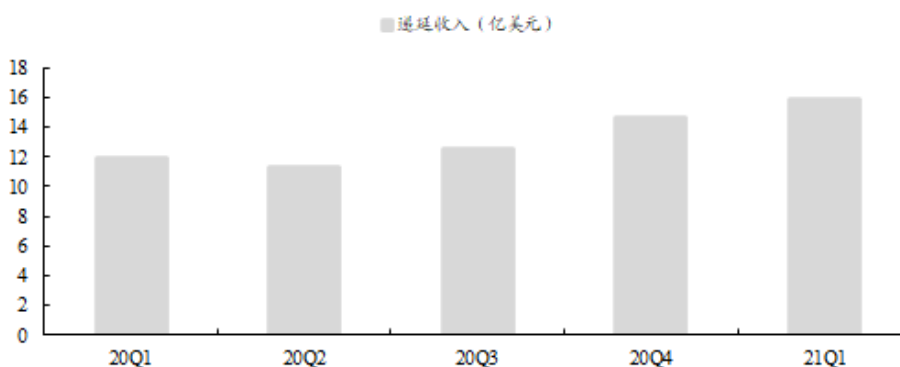
送，所以尚未确认收入。截至 21Q1 公司递延收入（包含 FSD）达 15.92 亿美元，随着 beta 版的进一步完善，以及 FSD 订阅模式的推出，我们预计 21 年递延收入将进一步增厚利润，有望再超预期。

图 9: 特斯拉在手定金 (亿美元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

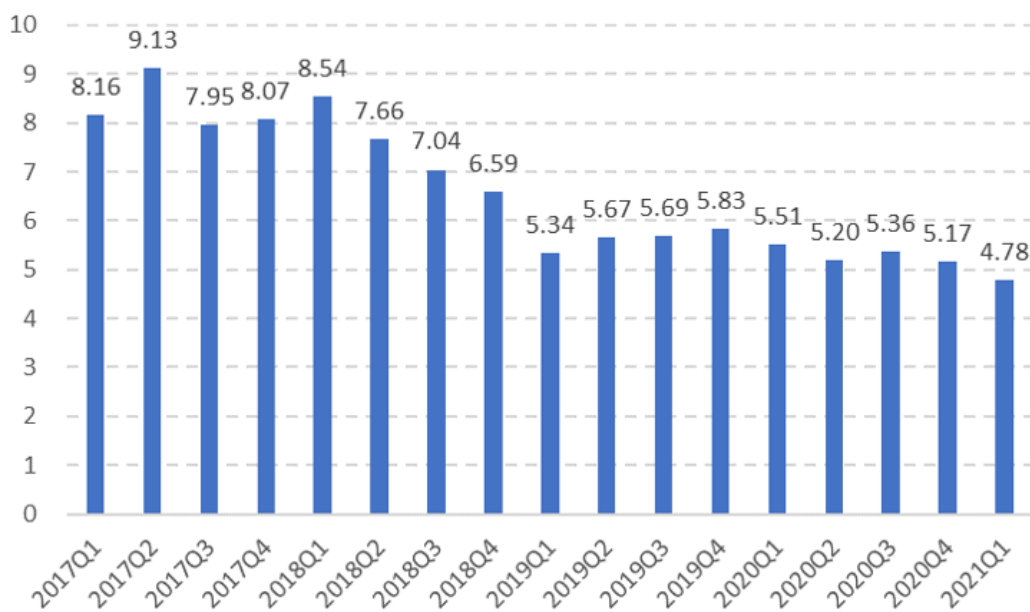
图 10: 特斯拉递延收入 (亿美元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

21Q1 单车售价同环比下降，特斯拉 3 月产品涨价，预计 Q2 单车售价提升。21Q1 单车售价（除去租赁和积分收入影响）4.78 万美元/辆，同环比-13.2%/-7.5%，主要系新版 MS/X 延迟交付，且国产 M3 占比提升所致。3 月起，特斯拉美国和中国双双涨价，由于交付周期 4-6 周，ASP 上升将在 Q2 得到反应，且 Q2、Q3 新版 MS/X 的交付将进一步拉到 ASP。美国方面，Model 3 和 Model Y 因原材料成本涨价而多次提高售价。3 月 25 日，4 月 9 日以及 23 日，特斯拉将 Model 3 标准续航和长续航价格提高 500 美元，至今已经涨价 1500 美元；而 Model Y 的长续航版则自 4 月 9 日上调 500 美元以来，至今已涨价 1000 美元。中国方面，受公司生产制造成本上升的影响，3 月 24 日中国制造 Model Y 起售价提高至 34.79 万元，涨幅 8000 元。

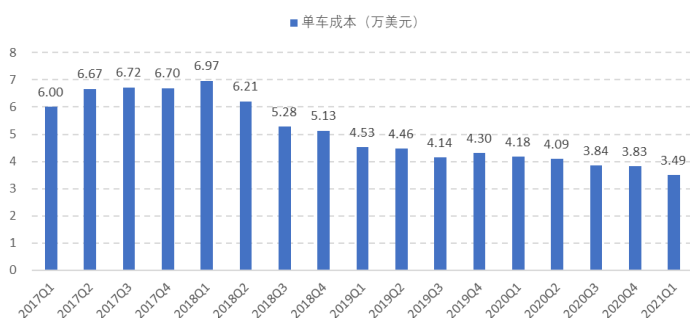
图 11: 特斯拉单车均价有所下降 (除去租赁和积分收入影响) (万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

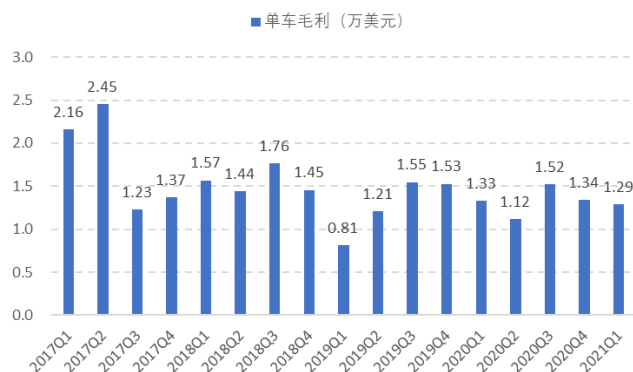
供应链本土化比例提升, 21Q1 单车成本显著下降, 毛利率有所改善。上海工厂供应商本土化达 90%, Q1 单车成本继续下降至 3.49 万美元/辆, 同环比-16.4%/-8.9%。受益于成本显著下降, Q1 单车毛利率为 31.3%, 同环比+10.9%/7.3%, 若扣除积分收入, 单车毛利率 26.93%, 同环比+2.81%/1.06%。Q1 单车毛利为 1.59 万美元/辆, 同比下降 16.92pct, 环比提升 1.24%, 若扣除积分影响, 单车毛利达 1.29 万美元, 同比下降 3.2%, 环比下滑 3.7%。

图 12: 单车成本持续下降 (除租赁和积分影响) (万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 单车毛利环比下滑 (除租赁和积分影响) (万美元)



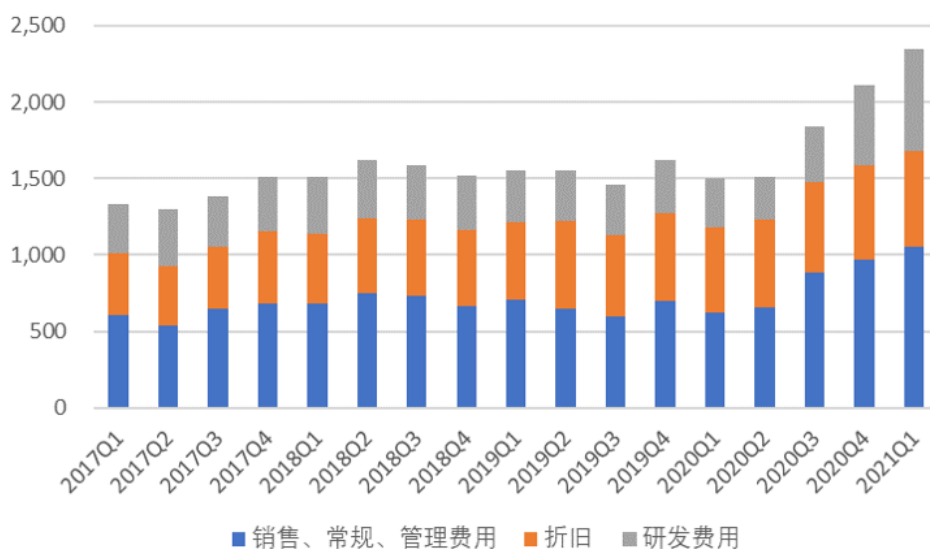
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

21Q1 研发费用有所提升, 销量高增长拉低单车指标。21Q1 单季度研发费用 6.66 亿

美元，同比增长 105.6%，环比增长 27.6%，Q1 研发费用率 6.4%，同比增长 1.0pct，环比增长 1.6pct。21Q1 销售、管理等常规费用合计 10.56 亿美元，同比增 68.4%，环比增 9%，费用率 10.2%，同比降 0.3pct，环比增 1.1pct。折旧费用 6.21 亿美元，同比增 12.3%，环比增 0.5%。

单车指标来看，费用率同比下降，环比有所提升。21Q1 单车研发 0.36 万美元/辆，同比降 2.7%，环比提升 24.7%，主要为新型电池的研究；单车折旧 0.34 万美元/辆，同比降 45.8%，环比降 1.8%；单车销售、管理等费用 0.57 万美元/辆，同比降 19.4%，环比增 6.5%。后续下降空间主要来自中国工厂摊薄成本、本土化生产占比提升、以及全球销量的进一步突破。

图 14: 特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)



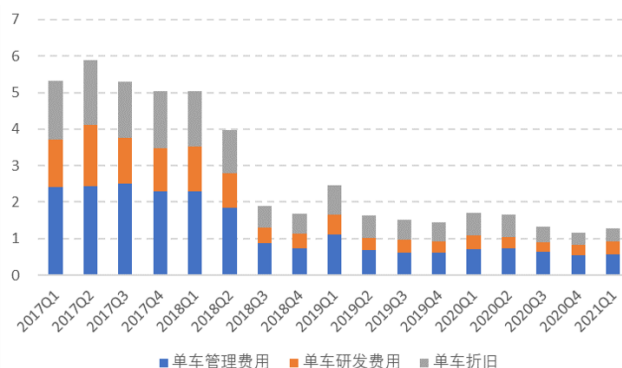
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 特斯拉主要费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 特斯拉单车指标继续下行通道 (万美元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

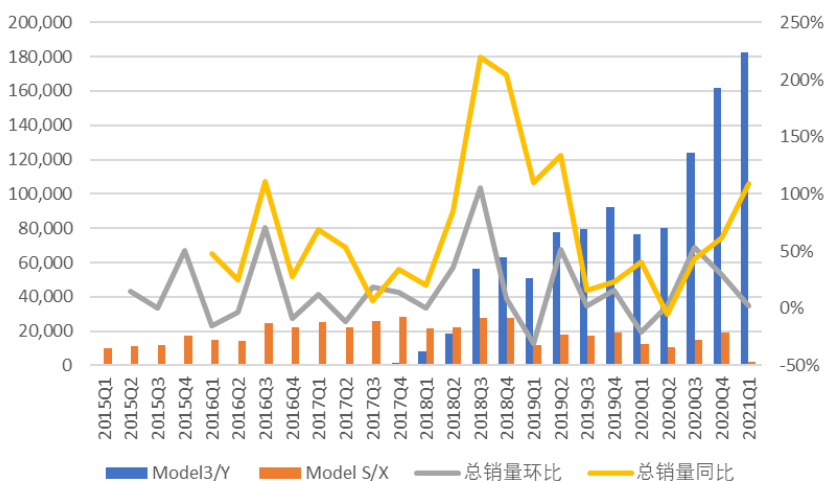
特斯拉 21 年 Q1 交付 18.5 万辆，同环比 109%/2%，符合预期。Q1 特斯拉全球共交付 18.48 万辆，同比大增，符合预期；其中，Model 3/Y 交付 18.28 万辆，同环比 +139.9%/+13.1%；Model X/S 合计销 0.2 万辆，同环比-83.4%/-89.3%，主要系 Model S/X 改款影响。Q1 总产量 18.03 万辆，同环比 75.6%/0.3%，当季减少库存 4462 辆（含发出未交付），交付效率提升，实际在手库存显著减少，累计库存 18285 辆。

图 17: 特斯拉分季度销量明细 (辆)

销量: 辆	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2019年	2020年
Model3/Y	77,634	79,600	92,550	76,200	80,050	124,100	161,650	182,780	300,712	442,511
-环比	52.4%	2.5%	16.3%	-17.7%	5.1%	55.0%	30.3%	13.1%	-	-
-同比	321.0%	42.0%	46.1%	49.6%	3.1%	55.9%	74.7%	139.9%	105.9%	47.2%
Model S/X	17,722	17,400	19,450	12,200	10,600	15,200	18,920	2,020	66,663	57,039
-环比	46.6%	-1.8%	11.8%	-37.3%	-13.1%	43.4%	24.5%	-89.3%	-	-
-同比	-20.5%	-37.2%	-29.5%	0.9%	-40.2%	-12.6%	-2.7%	-83.4%	-32.9%	-14.4%
销量总计	95,356	97,000	112,000	88,400	90,650	139,300	180,570	184,800	367,375	498,920
总销量环比	51.3%	1.7%	15.5%	-21.1%	2.5%	53.7%	29.6%	2.3%	-	-
总销量同比	134.1%	16.2%	23.5%	40.3%	-4.9%	43.6%	61.2%	109.0%	50.0%	35.8%
产量: 辆	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2019年	2020年
Model3/Y	72,531	79,837	86,958	87,282	75,964	128,044	163,660	180,338	302,301	454,950
-环比	15.2%	10.1%	8.9%	0.4%	-13.0%	68.6%	27.8%	10.2%	-	-
-同比	153.8%	50.0%	41.6%	38.6%	4.7%	60.4%	88.2%	106.6%	97.6%	50.5%
Model S/X	14,517	16,318	17,933	15,390	6,326	16,992	16,097	0	62,931	54,805
-环比	2.5%	12.4%	9.9%	-14.2%	-58.9%	168.6%	-5.3%	-100.0%	-	-
-同比	-41.4%	-39.3%	-28.7%	8.7%	-56.4%	4.1%	-10.2%	-100.0%	-38.0%	-12.9%
产量总计	87,048	96,155	104,891	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338	365,232	509,737
总产量环比	12.8%	10.5%	9.1%	-2.1%	-19.9%	76.3%	23.9%	0.3%	-	-
总产量同比	63.2%	20.0%	21.2%	33.1%	-5.5%	50.8%	71.4%	75.6%	43.5%	39.6%
库存: 辆	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1		
Model3/Y	-5,103	237	-5,592	11,082	-4,086	3,944	2,010	-2,442		
-环比	-142%	-105%	-2459%	-298%	-137%	-197%	-49.0%	-221.5%		
-同比	-150%	-108%	185%	-8%	-20%	1564%	135.9%	122.0%		
Model S/X	-3,205	-1,082	-1,517	3,190	-4,274	1,792	-2,823	-2,020		
-环比	-255%	-66%	40%	-310%	-234%	-142%	-257.5%	-28.4%		
-同比	-230%	34%	-38%	54%	33%	-266%	-86.1%	163.3%		
库存总计	-8,308	-845	-7,109	14,272	-8,360	5,736	-813	-4,462		
库存累计	19,866	19,021	11,912	26,184	17,824	23,560	22,747	18,285		
总库存环比	-29.5%	-4.3%	-37.4%	119.8%	-31.9%	32.2%	-3.5%	-19.6%		
总库存同比	-10.1%	3.0%	-15.2%	-7.1%	-10.3%	23.9%	91.0%	-30.2%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

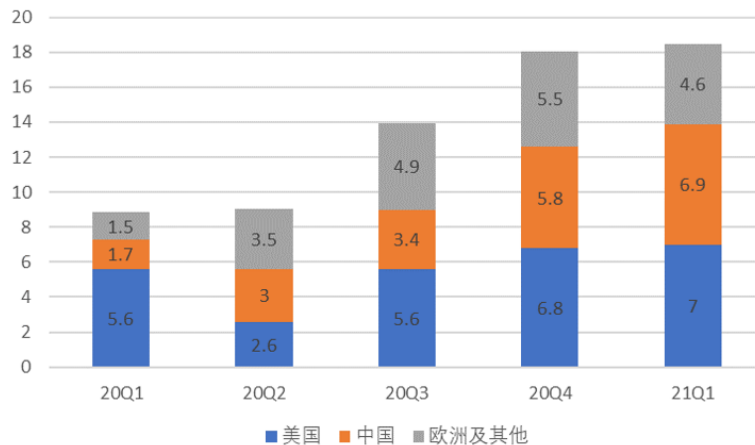
图 18: 特斯拉分季度销量趋势 (辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中国市场占比快速提升，贡献主要增量。21年Q1特斯拉全球销量18.5万辆，根据Marklines数据（口径与公司销量口径有差别），21Q1中国市场共交付6.9万辆，同比增长306%，系国产Model Y上市，产能迅速爬坡，贡献新增量；海外市场共交付10.5万辆，其中美国Q1交付7万辆，同比增长25%，我们预计欧洲及其他地区销售4.6万辆，同比+200%。

图 19: 特斯拉分地区销售情况（万辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

产能受芯片等因素限制，开始消化库存，周转率提升。Q1公司产能受芯片限制，及Model S/X改款停产，公司Q1消化库存4462辆，期末累计库存1.82万辆，接近去年Q2水平。21Q1库存周转天数达8天，周转进一步加快。

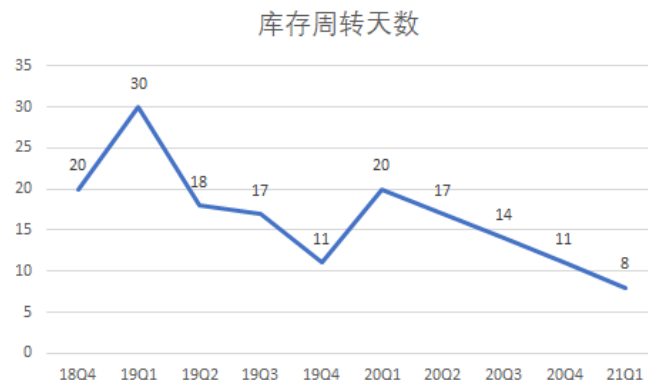
下半年新工厂产能落地在即，新版Model S/X以及Semi即将启动交付。美国工厂Model 3/Y合计产能实现50万辆，Model S/X产能10万辆，Q1受改款影响MS/X未生产，公司表示新版S交付预计很快启动，新款MX预计Q3开始量产，届时MS/X每周产能恢复至2000辆（年化10万辆）及以上；同时中国工厂年产能达到45万辆，国产Model Y开始交付，产能迅速爬坡，且21年将进一步扩大规模；柏林工厂、德州工厂的设备开始进厂并安装调试，预计21年下半年的生产和交付仍将按计划进行。此外，Semi预计将于21年开始交付。我们预计Q2-Q3随着新版MS/X、上海Model Y的持续爬坡以及相关的成本降低。盈利能力和现金流将不断改善。

图 20: 特斯拉累计库存情况 (辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 特斯拉库存周转天数 (天)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 22: 特斯拉产能进度

Installed Annual Capacity		Current	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	450,000	Production
Berlin	Model Y	-	Construction
Texas	Model Y	-	Construction
	Cybertruck	-	In development
TBD	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

21 年有效产能预计约 160 万辆, 开启电动车新周期。20 年底上海产能达到 25 万辆, 叠加工厂新增 Model Y 产能, 公司总产能接近 100 万。21 年随着欧洲、德州及上海 Model Y 产能落地, 预计年底电动车共计 160 万辆产能, 公司寻找新供应商以解决芯片短缺问题, 目前已基本解决, 我们预计公司产能将充分满足特斯拉需求, 22 年芯片短缺问题解决后公司产能将进一步扩张。

图 23: 特斯拉产能预测 (万辆)

工厂	车型	17年	18年中	18年底	19年底	20年底E	21年底E	22年底E
加州工厂	Model S/X	10	10	10	9	10	10	10
	Model 3	5	10	20	35	35	35	35
	Model Y					15	35	35
上海工厂	Model 3				15	25	30	30
	Model Y					20	20	40
柏林工厂	Model 3						10	30
	Model Y						5	40
德州工厂	Semi						5	5
	皮卡						10	20
合计产能	Model S/X	10	10	10	9	10	10	10
	Model 3	5	10	20	50	60	75	95
	Model Y	0	0	0	0	35	60	115
	合计	15	20	30	60	105	160	245

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

拜登或恢复全部的电动车税收抵免, 特斯拉销量或超预期。3月31日, 拜登宣布在电动车领域拟投资 1740 亿美元, 推动电动车产业链国产化, 给与电动车销售税收优惠 (新增未定), 推动公用领域电动化, 加大充电桩基础设施建设。美国电动车销售主力特斯拉、通用已触发了退坡标准, 其中特斯拉补贴全部取消, 若重启税收抵免, 叠加新车型密集投放周期, 美国市场有望复制欧洲市场, 作为美国新能源车绝对主力的特斯拉或将迎来重大利好。美国电动车政策支持开始逐步兑现。

图 24: 拜登主要电动车政策

战略目标	就职第一天重新加入《巴黎协定》, 四年任期内投两万亿美元用于气候行动, 确保美国实现100%的清洁能源经济并在2050年之前达到净零排放。
电动化率目标	制定严格的新燃油经济标准, 以确保新销售的轻型和中型车辆100%电动化。
补贴计划	恢复全部的电动车税收抵免, 以鼓励购买。
公共领域政策	到2030年底所有美国制造的新公交车实现零排放; 将美国所有50万辆校车 (包括柴油) 转换为零排放; 使用联邦政府的采购系统 (每年花费5,000亿美元) 来实现100%的清洁能源和零排放车辆, 加快300万辆汽车的升级。
基础设施建设	加快电动汽车的部署。在2030年底前部署超过50万个新的公共充电网点。
电池技术	加速对电池技术的研究, 并支持国内生产能力的发展。拜登研发和采购的重点将放在电池技术上, 将确保这些电池由工会的美国工人在美国制造

数据来源: 美国官网, 东吴证券研究所

长期销量目标复合增速达 50%, 21 年预计全球销量 100 万辆, 同比翻番。公司计划长期销量复合增速高达 50%, 21 年增速将会超越 50%。截至 20 年年底特斯拉全球保有量超 100 万辆, 公司表示 22 年保有量将达 200 万辆, 我们预计 21 年全球销量有望翻番达到 100 万辆, 同比翻番, 主要受益于三大洲产能释放, 增量主要来源于: 一是中国市场标准版 M3 降至 25 万、Model Y 降价至 34 万带来满产满销, 预计中国销量突破 30 万辆; 二是美国工厂 MY 产能爬坡, 目前单月已超 1 万辆, 有望再上台阶, 新版 S/X 即

将开始交付；三是 21 年欧洲及德州工厂 MY 量产，产能顺利释放。后续低价车型推出，推动电动车平价，引领全球电动化。

图 25: 特斯拉销量预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
销量合计 (万辆)	36.7	50.0	100.0	155.4	194.8	227.7	260.9
-同比	13%	36%	100%	55%	25%	17%	15%
Model3y	30.1	44.3	92.0	140.0	168.0	194.5	221.4
Modelsx	6.7	5.7	8.0	8.4	8.8	9.2	9.7
Cyber truck				5	15	20	25
Semi				2	3	4	5

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自制电池产能达 10GWh，22 年开始大批量量产。 特斯拉陆续收购 maxwell、锂电设备等，布局技术、人才和设备，明确在美国和德国建立电池厂，目前 4680 自制电池产能已达 10gwh 左右，且财报会议中表示计划 12-18 个月后实现大批量生产。此前公司 Q4 财报会议预计 22 年电池产量 100GWh，年末产能达到 200GWh。公司规划较为乐观，我们预计初期 1-2 年仅建设小规模产能，用来补充需求，仍以外购为主。后续技术成熟和成本下降后，计划在 2022 年开始放量。

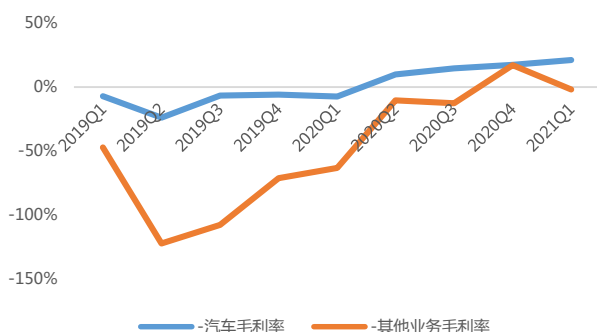
国产特斯拉产能快速爬坡，本土化程度提升，国内供应链进一步受益。 根据 GGII 数据，2021 年一季度特斯拉国内电池装机量 4.37GWh，其中宁德时代一季度供应 Model 3 磷酸铁锂电池 2.39GWh，占比 54.72%，占比进一步提升；LG 化学供应 Model 3/Y 三元电池 1.98GWh，占比 45.28%，我们预计随着钴产特斯拉产能的快速放量，国内供应链预计进一步受益。

风险提示：政策支持及销量不及预期。

2. 蔚来：盈利能力超预期，高举高打开启海外战略布局

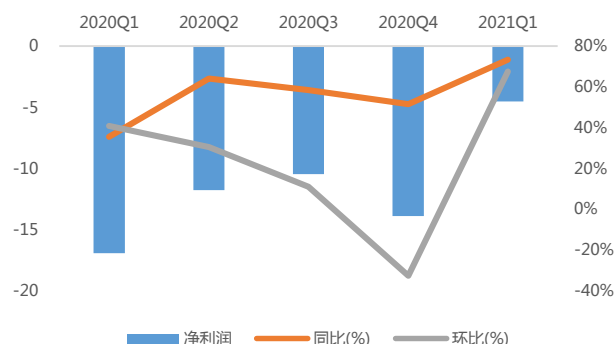
一季度营收同比大增 481%，净亏损大幅缩窄。蔚来 21Q1 营收 79.82 亿元，同比大幅提升 481%，毛利率 19%，同比大增 32pct（2020 年 Q1 毛利率为-12%），环比上升 2pct；净亏损 4.51 亿元，同比大幅缩窄 73%，环比缩窄 68%。因蔚来以 55 亿人民币回购部分战略投资者持有的蔚来中国 3.305% 的股权，并因此确认可赎回非控制权益赎回价值的增值 44 亿元，导致归母净亏损 48.75 亿元，2021 年第一季度股权激励费用为 9648 万元，同比增加 198.1%，环比增加 60.3%，除股权激励费用以及可赎回非控制权益赎回价值的增值之外，2021Q1 归母净亏损为 3.55 亿元，改善明显。

图 26：蔚来分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27：蔚来季度净亏损（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务来看，其中汽车销售业务 21Q1 收入 74.06 亿元，同比增长 589%，毛利率 21%，同比提升 28pct，环比提升 4pct，主要系销量提升分摊成本所致。其他业务收入 5.77 亿元，同比提升 493%，毛利率-2%，亏损大幅缩窄。

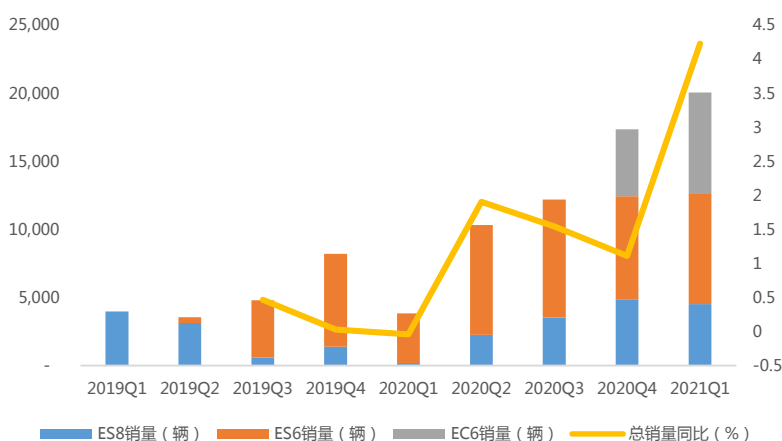
图 28：蔚来分季度分业务收入和毛利情况（亿元）

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业收入	16.89	15.46	18.30	28.27	13.74	36.79	45.26	66.41	79.82
营业成本	18.50	20.13	20.58	31.02	15.41	33.70	39.40	54.99	64.28
汽车销售收入	15.90	14.50	17.27	26.63	12.57	34.49	42.67	61.74	74.06
-汽车收入占比	94%	94%	94%	94%	92%	94%	94%	93%	93%
其他收入	0.99	0.96	1.03	1.63	1.17	2.30	2.59	4.67	5.77
-其他收入占比	6%	6%	6%	6%	8%	6%	6%	7%	7%
汽车销售成本	17.04	17.99	18.44	28.23	13.51	31.15	36.48	51.12	58.39
其他成本	1.46	2.14	2.14	2.79	1.91	2.54	2.92	3.87	5.89
汽车毛利	-1.14	-3.49	-1.17	-1.60	-0.93	3.34	6.19	10.62	15.67
-汽车毛利率	-7%	-24%	-7%	-6%	-7%	10%	15%	17%	21%
其他业务毛利	-0.47	-1.18	-1.11	-1.16	-0.74	-0.24	-0.33	0.80	-0.12
-其他业务毛利率	-47%	-122%	-108%	-71%	-63%	-10%	-13%	17%	-2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销量继续走高，高端车型放量持续拉升毛利：蔚来 21Q1 共交付超 2 万辆，同比增长 423%，创历史新高，且单季度销量占去年全年近 50%。其中，ES8 一季度销量 4516 辆，同比提升 222%，环比持平，占比 26%；ES6 一季度销量 8088 辆，同比提升 122%，环比持平，占比 47%；EC6 一季度销 7456 辆，环比增长 52%，占比 43%。其中 ESC6 贡献单季度主要增量，销量占比由 20Q4 的 28% 跃升至 37%。BaaS 目前选用率在 55% 左右，有效降低了消费者的购车门槛，高毛利的 ES8、EC6 车型目前表现出良好的竞争力；EC6 的增量（占比由 20Q4 的 28% 跃升至 21Q1 的 43%）、更大比例的选装 NIO Pilot 与 100kWh 电池显著提升公司汽车业务毛利，公司电话会议表示，现阶段 100kWh 电池包的毛利约为 5000 元，一季度选装率为 25%；NIO Pilot 毛利约为 8000 元，同期选装率超 50%，对单车毛利贡献显著。

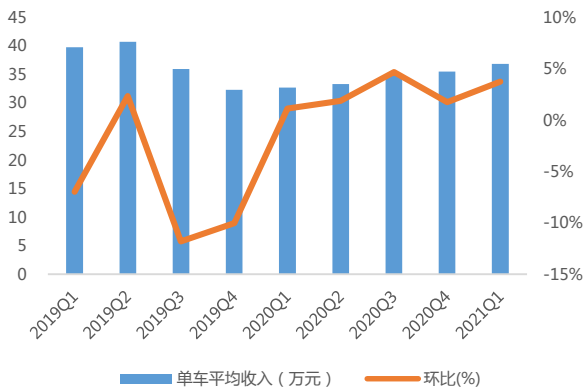
图 29：蔚来季度分车型销量（辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

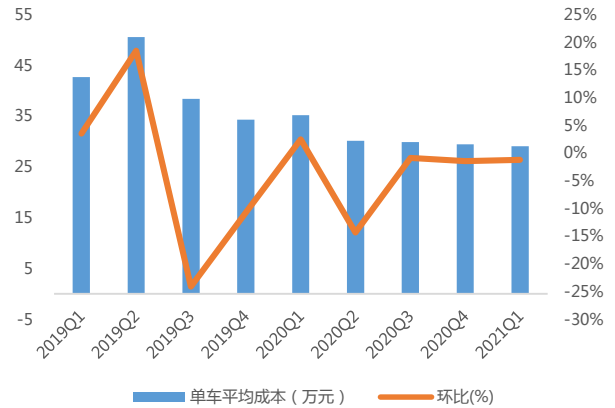
单车收入逐季度提高，大规模放量摊薄成本。21Q1 单车平均收入为 36.92 万元/辆，同/环比分别上升 12.7%/3.8%，连续五个季度上行，高端车型贡献显露；单车成本为 29.11 万元/辆，同环比分别下降 17.3%/1.2%，降本效果明显，一季度单车毛利为 7.81 万元/辆，同环比大幅提升 421.3%/27.6%；受益于收入体量快速增长与公司合理管控，单车研发费用与单车销售管理费用持续降低，21Q1 单车研发费用降至 3.42 万元/辆，单车销售管理费用将至 5.97 万元/辆，同环比分别下降 74.8%/28.3%、73.0%/14.21%。

图 30: 蔚来单车季度平均收入 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 31: 蔚来单车季度平均成本 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Q2 预计交付 2.1-2.2 万辆, 供应链产能受限, 22 年 Q1 预计开启新车交付。得益于品牌效应提升、产品线竞争力、行业领先的技术、出色的服务及创新性的商业模式, 蔚来的储备订单量稳定增长, 预计第二季度交付 21000-22000 辆, 环比+5-10%。一季度江淮工厂受半导体芯片供应中断生产 5 天, 公司预计 Q2 排产会继续受全供应链稳定性挑战。芯片短缺问题预计在四季度会得到缓解。激光雷达和自动驾驶芯片英伟达 ORIN 量产压力较大, 公司 22 年一季度首批 ET7 的交付预计不变, 保持一年一款新产品的节奏。

NEO PARK 先期投入 500 亿元, 整车及电池产能庞大。NEO PARK 合肥新桥电动汽车园区启动建设, 规划整车年产能 100 万辆, 电池 100GWh, 预计年产值超 5000 亿。园区占地接近 17000 亩, 由蔚来和合肥市共同规划, 未来将成为园区内最重要的一家企业, 招工方面会通过合资公司在工厂的日常运营和工人的管理方面和江淮来进行合作。汽车产业链的人才聚集有助于增加蔚来的竞争力; 并整合研发、制造、员工居住等以提升内部运营效率; 电池、座椅等零部件可通过传送带运输至整车工厂, 提升供应链物流效率。

补能体系扩张, 联手中石化加速充换电体系布局。公司已在 77 个城市建成 206 个换电站, 146 个快充站, 1826 个目的地充电器, 并持续部署 2.0 版换电站, 换电站总数预计将于年底达到 500 个, 超充站将会从 127 座增加到 600 座。同时, 公司发布 Power North 计划, 预计将于北方 8 省市部署 100 座换电站, 120 个移动充电车, 500 个快充站, 包括超过 2000 座快充接口与超过 10000 座目的地充电器。同时, 公司联手中石化布局补能体系, 计划在其加油站建设 5000 个充换电设施。

高举高打, 开启海外布局。战略上, 公司注重在高端市场的占有率, 在国产高端市

场拥有绝对信心，在产品、服务体系、技术、用户体验及用户社区上的整体优势明显，在保证一定利润率后倾向于通过维护品牌社区而非降价来提高市占率。公司开启海外布局，公司3月底建立了蔚来的挪威销售公司与当地团队以负责本土的运营和服务，并选定奥斯陆为Nio House地址。公司将于今年9月在挪威开启ES8的交付，ET7将于明年正式进入挪威市场。2022年，蔚来还将在挪威建设四座NIO Space，同时将在挪威构建完善的加电体系，欧洲版充电地图和首批4座第二代换电站将投入运营。2022年，蔚来将在挪威五座城市建设换电站。

费用管控能力提升，21年预计研发投入50亿元，同比翻番。21年Q1研发费用6.87亿元，同比增长31.4%，环比下降17.2%，研发费用率为9%，同比下降29.4%，环比下降3.0%。主要用于新车型的开发和设计，同比增长主要由于20年Q1疫情中的研发活动减少，Q2开始和ET7量产相关的包括测试以及一些外部合作的研发费用增加，此外NT2的技术也会尽快用到新的生产上，从Q2开始研发费用会显著增加。21年计划研发投入50亿元，同比翻番；21年Q1销售、管理费用11.97亿元，同比增长41.1%，环比下滑0.8%，销售、管理费用率15%，销售、管理费用同比增长来源于公司21年Q1增加了更多市场推广活动以及招聘销售、管理人员导致员工薪酬增加，销售、管理费用环比稳定。

图 32: 蔚来季度研发费用及销售、管理费用 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 33: 蔚来季度研发费用率及销售费用率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在手现金达475亿，环比增加50.5亿，支撑公司未来发展。20年4月蔚来与合肥市政府达成合作，获得70亿战略投资，20年12月蔚来宣布拟增发6800万股ADS的定价为每ADS39美元，在30天内由承销商完成，融资26.5亿美元。截至3月，蔚来汽车持有的现金和现金等价物、受限制的现金和短期投资的余额约为475亿元，足以支

持未来一年的业务持续运营和发展。除研发预算由 30 亿增加至 50 亿外，公司第二代换电站开始部署，并计划在 2021 年计划累计建成 300 座超充站和 10000 根目的地充电桩。公司已有 23 家 NIO House 与 211 家 NIO Space，覆盖 123 个城市，今年还会扩充 NIO House 与 NIO Space 的数量，增强网络覆盖，提升运营效率、品牌影响力。

风险提示：政策支持及销量不及预期。

3. 小鹏汽车：首次确认软件收入，盈利能力再提升

小鹏汽车 Q1 营收同比大增 616%，毛利率大幅提升，净亏损环比缩窄。小鹏汽车 21Q1 营收 29.51 亿元，同比大幅提升 616%；受益于原材料成本降低叠加确认 XPILOT 收入，毛利率大幅拉升至 11.2%，环比提升 6.6pct，净亏损 7.87 亿元，相比去年同期亏损缩窄 21.05%，环比缩窄 0.11%。分业务看，汽车销售业务 21Q1 收入 28.10 亿元，同比增长超 655%，毛利率 10.1%，环比大幅上涨 3.3pct；整车快速上量拉动零部件及配套服务，服务及其他收入 1.41 亿元，环比大幅提升 7.8pct，毛利率 32.4%，环比大幅上涨 11.2%。

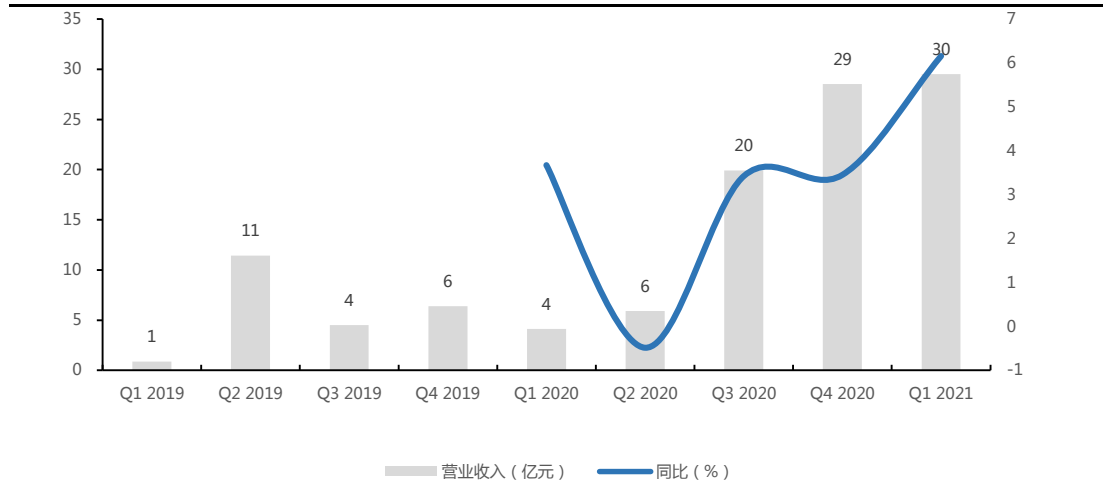
首次确认自动驾驶软件 XPILOT 收入，汽车销售业务毛利率大幅提升。21 年 1 月推送 XPILOT 3.0 后，Q1 公司汽车销售收入中首次确认 XPILOT 软件收入，一季度 XPILOT 3.0 软件获得总收入约为 8000 万，占比 2.5%，其中约 5000 万元来自去年递延收入，另外约 3000 万元来自 21 年一季度订单。目前 XPILOT 收费模式是采取一次性买断模式，用户付 2 万人民币可获得全部服务，由于 XPILOT 软件收入在被激活且推送后才被正式确认，XPILOT 的收入规模未来将进一步提升。

图 34：小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况（亿元）

		2019A	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020A	2021Q1
汽车 销售	收入 (亿)	21.71	9.13	18.98	27.35	55.47	28.10
	-同比	52181%	-24%	376%	376%	156%	655%
	收入占比	94%	91%	95%	96%	95%	95%
	成本 (亿)	27.34	9.63	18.37	25.49	53.53	25.26
	毛利率	-25.9%	-5.5%	3.2%	6.8%	3.5%	10.1%
	毛利 (亿)	-5.6230	-0.4987	0.6128	1.8601	1.9414	2.8441
	-同比						
	产量合计 (辆)						
	销量合计 (辆)	12,728	5,499	8,578	12,964	27,041	13,340
	G3 交付量 (辆)	12,728	5,174	2,368	4,437	11,979	5,366
	G3 补贴后单价 (万元/辆)		2.3				
	P7 交付量 (辆)		325	6,210	8,527	15,062	7,974
	P7 补贴后单价 (千元/辆)		24.8				
平均毛利 (万/辆)	(4.42)	(0.91)	0.71	1.43	0.72	2.13	
平均毛利率							
平均成本 (万元/辆)	214.77	175.15	214.12	196.65	197.95	189.35	
服务 及其他 收入	收入 (亿)	1.50	0.90	0.92	1.16	2.98	1.41
	-同比	2601%	164%	81%	79%	98%	252%
	收入占比	7%	9%	5%	4%	5%	5%
	成本 (亿)	1.46	0.76	0.62	0.91	2.26	0.95
	毛利 (亿)	0.04	0.14	0.30	0.25	0.72	0.46
毛利率	2.8%	15.4%	32.9%	21.2%	24.2%	32.4%	
合计	收入 (亿)	23.21	10.03	19.90	28.51	58.44	29.51
	-同比	23815%	-19%	343%	287%	152%	616%
	成本 (亿)	28.79	10.39	18.99	26.41	55.78	26.21
	毛利 (亿)	(5.58)	(0.36)	0.92	2.11	2.66	3.30
	毛利率	-24.0%	-3.6%	4.6%	7.4%	4.6%	11.2%

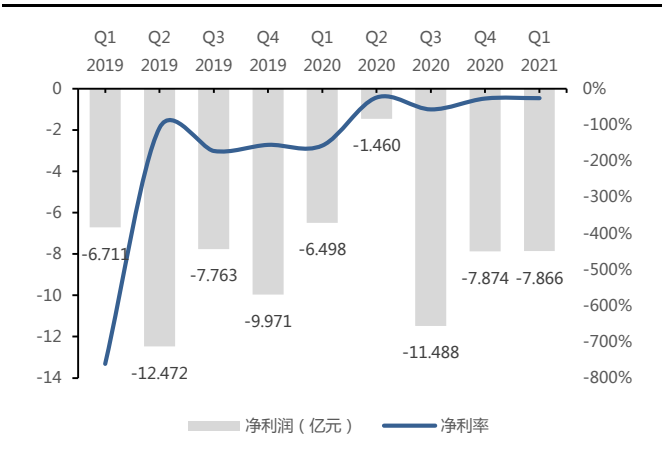
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35: 小鹏汽车分季度营收情况 (亿元)



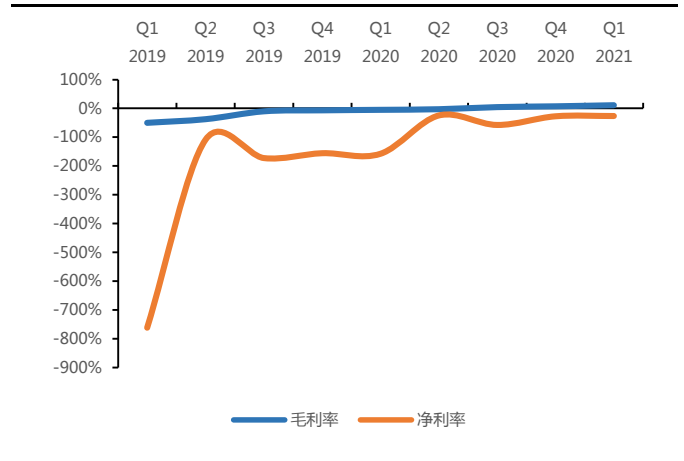
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 36: 小鹏汽车分季度净利润与净利率 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

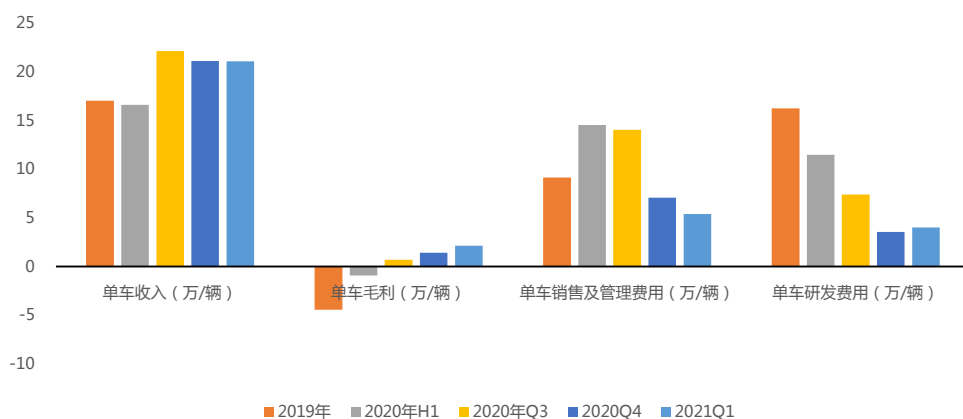
图 37: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率变化 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

单车收入同比上升, 单车毛利提升显著。21Q1 单车平均售价 21.07 万元/辆, 同比上升 25.16%, 环比持平; 单车成本 18.94 万元/辆, 同比上升 9.72%, 环比下降 3.71%, 单车毛利 2.13 万元/辆, 同比上升 182.7%, 环比上升 48.6%, 得益于 LFP 版销量的大幅提升带来的材料成本的降低以及生产效率的提高; 电动车快速上量摊薄费用, 单车研发费用 64.01 万/辆, 同比下滑 53.36%, 环比下滑 2.4%; 单车销售管理费用 5.40 万/辆, 同比下滑 23.78%, 环比上升 13.0%。

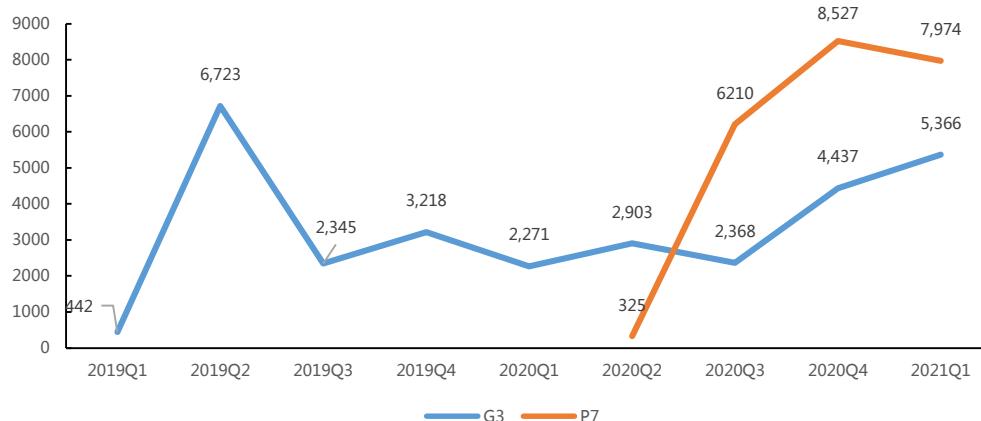
图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Q2 预计交付 1.55-1.6 万辆, 环比再提升, Q4 起开启新车型周期。小鹏汽车 20Q1 交付量创新高, 共交付 13340 辆车, 同比增长 487.4%, 环比增长 2.9%, 超此前指引, 其中 G3 交付量达 5366 辆, 同比上升 136.2%, 环比上升 20.9%, P7 交付量达 7974 辆, 环比小幅下滑 6.5%, 销量占比 59.8%。公司 4 月份交付 5147 辆, 同比大幅提升 285.3%, 环比提升 1%, 21 年 1-4 月交付量共 18487 辆, 同比提升 412.5%。公司预期 2021 年 Q2 总交付数量为 15500-16000 辆, 环比提升 16-20%, 公司提前预测芯片短期瓶颈, 20 年 Q3 提前下单, 且积极与供应商直接沟通、寻找新供应商, 理想情况下三季度芯片问题能够缓解, 公司的自研芯片部门也能更好适应不同厂家芯片。电池方面, 公司预计在今年三四季度电芯 LFP 供应问题能够得到解决, 不会对二季度生产产生影响。公司计划于四季度开始交付全部配备激光雷达的新车型 P5, 目前在手订单量是同期 P7 的数倍, 预计将贡献新增量。

图 39: 小鹏 P7 与 G3 季度交付量 (辆)

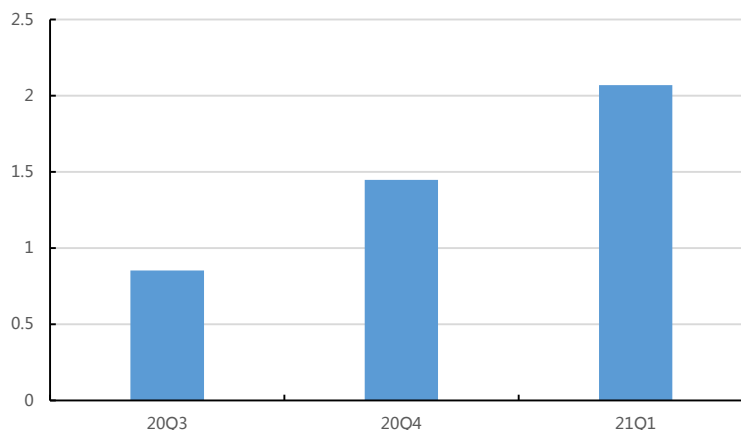


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

XPILOT 付费率持续上升, 贡献新增长点。自去年 6 月开始交付 P7 至 2021 年 3 月

31日,公司已累计交付了2万3千多辆P7。其中,XPILOT 3.0的累计付费率超过20%,并且在21年3月达到了约25%。凭借自研和迭代能力,公司计划进一步推送XPILOT 3.5和XPILOT 4.0增强各种道路场景覆盖,第三款量产车型P5将支持XPILOT 3.5与Xmart OS 3.0。截至21年3月31日,公司递延收入达2.06亿元,随着XPILOT新功能的推送及未来累计付费率的逐步提升,将贡献新利润增长点,软件开始贡献利润。

图 40: 小鹏汽车递延收入(亿元)



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

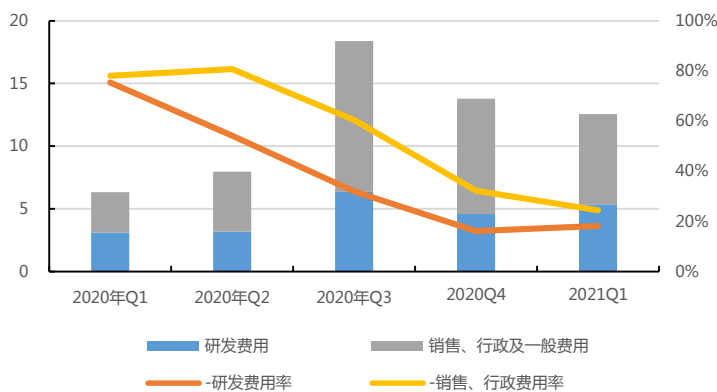
产能建设提速,峰值产能达50万辆。公司计划在武汉建设第三工厂,整车规划产能10万辆,公司肇庆、广州和武汉三个工厂的设计产能总共将达到30万辆,若经适度改造和增加班次,可以实现峰值产能近50万辆。目前,公司肇庆工厂P5与P7共线生产的产线改造已完成,目前进行P5的样车试制,预计共线生产将较大幅度的降低制造成本。

销售渠道进一步下沉,基础设施建设配套长线电动车需求。截至一季度末,小鹏汽车全国销售网点达178家,服务网点达61家,覆盖70个城市。在所有销售网点中,自营占其中88家。另外,在2021年4月,公司与中国最大的汽车经销商中升集团建立战略合作伙伴关系,加速智能电动汽车在中国的普及。公司计划将总销售网点数提高到300家左右,覆盖超过110个城市。在充电设施网络布局方面,小鹏的免费超充体系截止4月底已经拥有超过1000个超充站点,覆盖超过160个城市目标在年底超过500座小鹏品牌超充站。

大规模放量摊薄费用率,研究费用稳步增长满足新车型投产需求。由于研发人员数量增多、P5开发所需高额费用以及一季度股权激励支出确认,21Q1研发费用5.35亿元,

同比上升 72.2%，环比上升 16.3%；销售、管理费用 7.21 亿元，主要来源于广告费用增加以及销售网络扩张和销售人员成本、实体销售和服务中心租赁费用的增加，同比增长 124.0%，环比下滑 21.5%，费用率 24.4%，环比下降 7.8pct。

图 41：小鹏汽车大规模放量摊薄费用率（亿元，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在手现金支撑公司进一步发展。截至 21 年 3 月 31 日，公司持有的现金和现金等价物、受限制的现金和短期投资的余额约 362 亿元，足以支持未来的增长战略发展以及增强竞争优势。随着 P5 研发、投产步伐加快，公司 21 年将大幅增加研发支出，研发人员和服务体系的人员都将有进一步的增长，预计在今年 2021 年年底，研发人员数量将会翻一番。

风险提示：政策支持及销量不及预期。

4. 投资建议

坚定看好特斯拉及造车新势力产业链龙头，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、容百科技、恩捷股份、中伟股份、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、宏发股份、汇川技术、三花智控）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、天奈科技、星源材质、欣旺达，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气）。

5. 风险提示

政策支持及销量不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

