

电气设备行业专题报告

特斯拉及造车新势力中报：二季度盈利持续向好，交付量高增，新车型打开增长空间 增持（维持）

2021年09月24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

- **特斯拉连续八季度实现盈利，GAAP 准则下单季归母净利润首破十亿美元：**特斯拉 2021Q2 营收 119.6 亿美元，同比大增 98%，环比提升 15%，主要受益于 Model Y 销量的大幅增长。GAAP 准则下归母净利润为 11.42 亿美元，历史上首次突破十亿美元，去年同期为 1.04 亿美元，同比大增 998%，连续第 8 个季度实现盈利，环比增长 161%；非 GAAP 准则下（扣除 4.74 亿股股权激励费用影响）归母净利润 16.16 亿美元，同比增长 258.31%，环比增长 53.61%。营业利润率达 11.0%、实现较高盈利水平，同比增长 5.55pct，环比增长 5.3pct。此外，比特币减值损失约 2300 万美元。
- **理想 Q2 交付量远超此前市场预期，新车型平台发力。**2021Q2 营收 50.39 亿元，同比+165.2%，环比+41%，2021Q2 毛利为 9.53 亿元，毛利率为 18.9%，归母净亏损 2.35 亿元，较 2021Q1 收窄 34.6%。公司 2021Q2 交付 17575 辆，同比增长 166.1%，环比增长 40%，远超此前给出的 1.45-1.55 万辆指引，公司预计 Q3 交付 2.5-2.6 万辆。截至 2021 年 9 月 24 日，理想汽车正在研发三个平台，包括下一代 EREV 的 X 平台，以及纯电动汽车的 Whale 和 Shark 平台。2022 年公司推出 X 平台上的首款产品——全尺寸豪华增程式电动 SUV，并于 2023 年在 X 平台上推出另外两款 SUV。
- **蔚来高端车型持续放量盈利强劲，三款基于 NIO2.0 平台新车型退出超市市场预期。**蔚来 2021Q2 营收 84.48 亿元，同比大幅提升 127.2%，毛利率 18.6%，同比增长 10pct，环比降低 1pct，毛利率水平保持相对稳定，高毛利的 ES8、EC6 车型截至 2021 年 9 月 24 日表现出良好的竞争力；归母净亏损 5.87 亿元，同比大幅缩窄 50.1%，环比增加 30.2%，主要由股权激励费用上升导致。蔚来 2021Q2 共交付 21896 辆，环比增长 9%。Q3 公司预计交付 2.3-2.5 万辆。2022 年计划推出三款基于 NIO2.0 平台新车型，超市市场预期。公司发布 NIO Power 2025 年的计划，预计 2021 年底换电站数量增加到 700 座。
- **Q2 小鹏汽车交付创新高，XPILOT 渗透率、NGP 里程渗透率持续提升，新车型打开销量增长空间。**小鹏 2021Q2 营收 37.61 亿元，同比大幅提升 537%；毛利率继续增长至 11.9%，环比提升 0.7pct，归母净亏损 11.95 亿元，相比去年同期亏损扩大 718%，环比扩大 52%。小鹏 2021Q2 交付量创新高，共交付 17398 辆车，同比增长 439.0%，环比增长 30.4%，超此前指引上限。Q3 预计销售 2.15 万辆-2.25 万辆，环比增 23.6%-29.3%。截至 6 月底，小鹏汽车 XPILOT 3.0 的软件渗透率达 25%。在截至 6 月底累计交付的近 3.5 万辆 P7 中，已经有近 8000 辆配备了 XPILOT 3.0。Q2 小鹏推出 G3 中期改款车型 G3i 和 P5，打开销量增长空间。
- **投资建议：**我们全面看好锂电中游和上游锂资源龙头，2022 年隔膜、铜箔、石墨化偏紧，锂价格可能超市市场预期，高镍、碳纳米管需求加速，我们继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲美国电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、容百科技、恩捷股份、璞泰来、天赐材料、中伟股份、新宙邦、科达利、宏发股份、汇川技术、三花智控、当升科技、欣旺达）；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、永兴材料，及二线锂资源公司，融捷股份、江特电机、天华超净等）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、德方纳米、天奈科技、星源材质、诺德股份，关注中科电气、嘉元科技、国轩高科）。
- **风险提示：**销量不及市场预期、政策不及市场预期、竞争加剧。

行业走势



相关研究

- 1、《电气设备：8月装机电量点评：装机量同环比大增，铁锂份额显著增长》2021-09-22
- 2、《电气设备新能源行业周报：电动车下游需求超预期，能耗双控推动新能源装机增长》2021-09-21
- 3、《电动车8月销量点评：国内销量大超预期，自主车企稳步增长，车型向多元化发展》2021-09-13

内容目录

1. 特斯拉：业绩大幅提升，盈利持续向好	5
2. 蔚来：Q2 盈利能力持续向上，2022 年 3 款新车型落地超预期	18
3. 理想汽车：Q2 加大研发投入，交付量远超市场预期	22
4. 小鹏汽车：二季度单车毛利大幅度提升，汽车交付创新高	27
5. 投资建议	31
6. 风险提示	31

图表目录

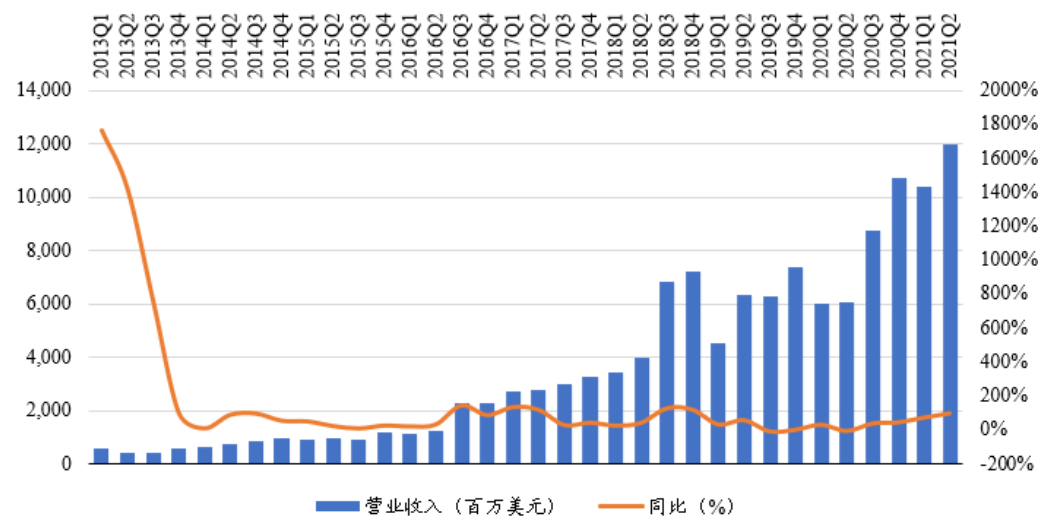
图 1: 特斯拉季度营收情况 (单位: 百万美元)	5
图 2: 特斯拉季度归母净利润和销售净利率 (单位: 百万美元)	5
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 归母净利润和销售净利率 (单位: 百万美元)	6
图 4: 单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)	6
图 5: 单季度经营现金流 (百万美元)	7
图 6: 单季度资本开支情况 (单位: 百万美元)	7
图 7: 特斯拉分业务毛利率情况.....	9
图 8: 特斯拉在手定金 (亿美元)	9
图 9: 特斯拉递延收入 (亿美元)	10
图 10: 特斯拉单车均价有所下降 (除去租赁和积分收入影响) (万美元)	10
图 11: 单车成本持续下降 (除租赁和积分影响) (万美元)	11
图 12: 单车毛利环比下滑 (除租赁和积分影响) (万美元)	11
图 13: 特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)	12
图 14: 特斯拉主要费用率情况 (%)	12
图 15: 特斯拉单车指标继续下行通道 (万美元/辆)	12
图 16: 特斯拉分季度销量趋势 (辆)	13
图 17: 特斯拉分地区销售情况 (万辆)	14
图 18: 特斯拉累计库存情况 (辆)	14
图 19: 特斯拉库存周转天数 (天)	14
图 20: 蔚来分业务毛利率情况.....	18
图 21: 蔚来季度归母净亏损 (亿元)	18
图 22: 蔚来季度分车型销量 (辆)	19
图 23: 蔚来单车季度平均收入 (万元/辆)	20
图 24: 蔚来单车季度平均成本 (万元/辆)	20
图 25: 蔚来季度研发费用及销售、管理费用 (亿元)	21
图 26: 蔚来季度研发费用率及销售费用率 (%)	21
图 27: 理想各业务毛利率情况.....	22
图 28: 理想季度归母净利润 (亿元)	22
图 29: 理想单车季度平均收入及成本 (万元/辆)	23
图 30: 理想各季度总费用及费用率 (亿元)	23
图 31: 理想季度研发费用及销售、管理费用 (亿元)	23
图 32: 理想季度研发费用率及销售费用率.....	24
图 33: 理想 2020 各季度交付及 2021Q3 预测交付 (万辆)	24
图 34: 理想经营性现金流净额 (亿元)	25
图 35: 小鹏汽车分季度营收情况 (亿元)	27
图 36: 小鹏汽车分季度归母净利润与销售净利率 (亿元, %)	28
图 37: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率变化 (%)	28
图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万/辆)	28
图 39: 小鹏 P7 与 G3 季度交付量 (万辆)	29
图 40: 小鹏新车型发布.....	30

表 1: 特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)	8
表 2: 特斯拉分季度销量明细 (辆)	13
表 3: 特斯拉产能进度 (辆)	15
表 4: 特斯拉产能预测 (万辆)	15
表 5: 拜登主要电动车政策.....	16
表 6: 特斯拉销量预测.....	16
表 7: 特斯拉电池及电池材料供应商 (美元)	17
表 8: 蔚来分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)	18
表 9: 理想分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)	22
表 10: 小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况 (亿元)	27

1. 特斯拉：业绩大幅提升，盈利持续向好

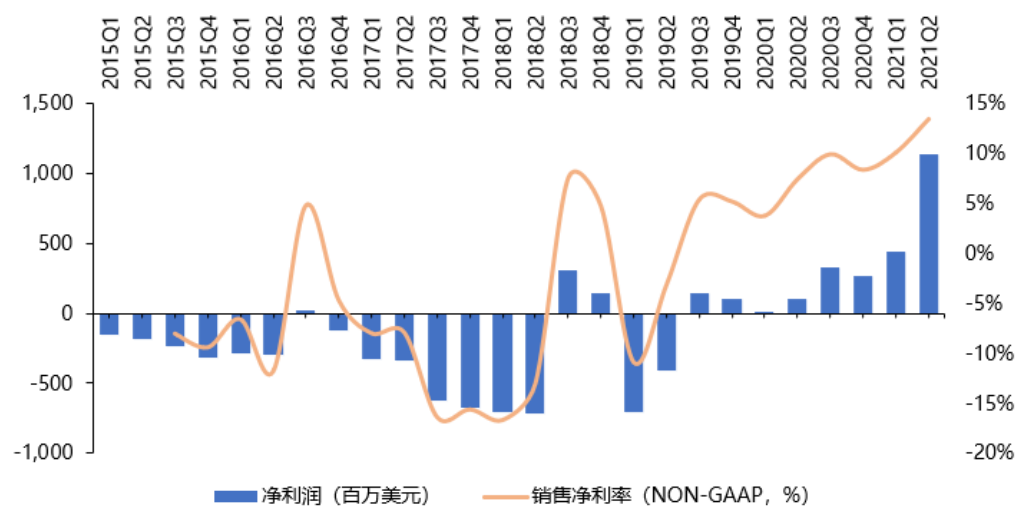
特斯拉连续八季度实现盈利，GAAP 准则下单季归母净利润首破十亿美元：特斯拉 2021Q2 营收 119.6 亿美元，同比大增 98%，环比提升 15%，主要受益于 Model Y 销量的大幅增长。GAAP 准则下归母净利润为 11.42 亿美元、历史上首次突破十亿美元，去年同期为 1.04 亿美元，同比大增 998%，连续第 8 个季度实现盈利，环比增长 161%；非 GAAP 准则下（扣除 4.74 亿股权激励费用影响）归母净利润 16.16 亿美元，同比增长 258.31%，环比增长 53.61%。营业利润率达 11.0%、实现较高盈利水平，同比增长 5.55pct，环比增长 5.3pct。此外，比特币减值损失约 2300 万美元。

图 1：特斯拉季度营收情况（单位：百万美元）



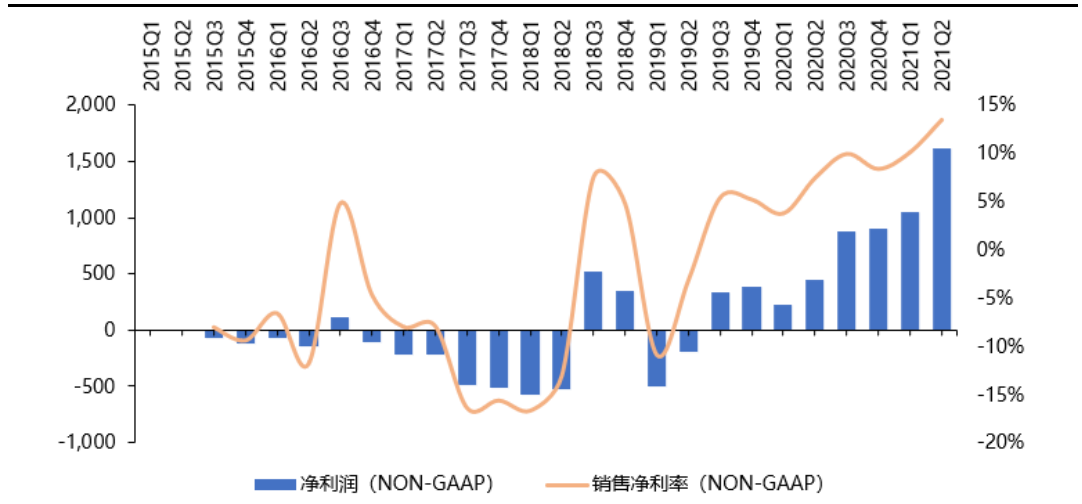
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：特斯拉季度归母净利润和销售净利率（单位：百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

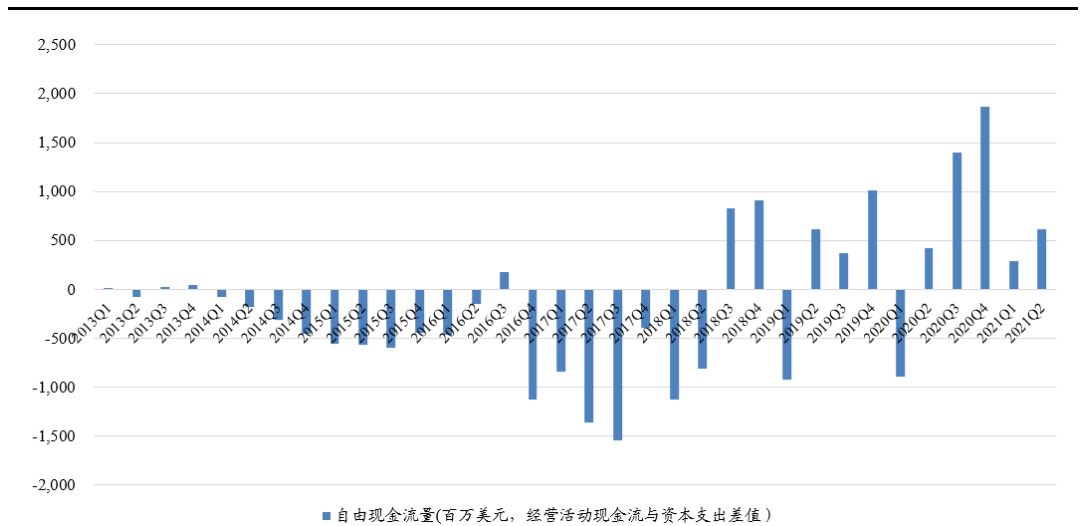
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 归母净利润和销售净利率 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

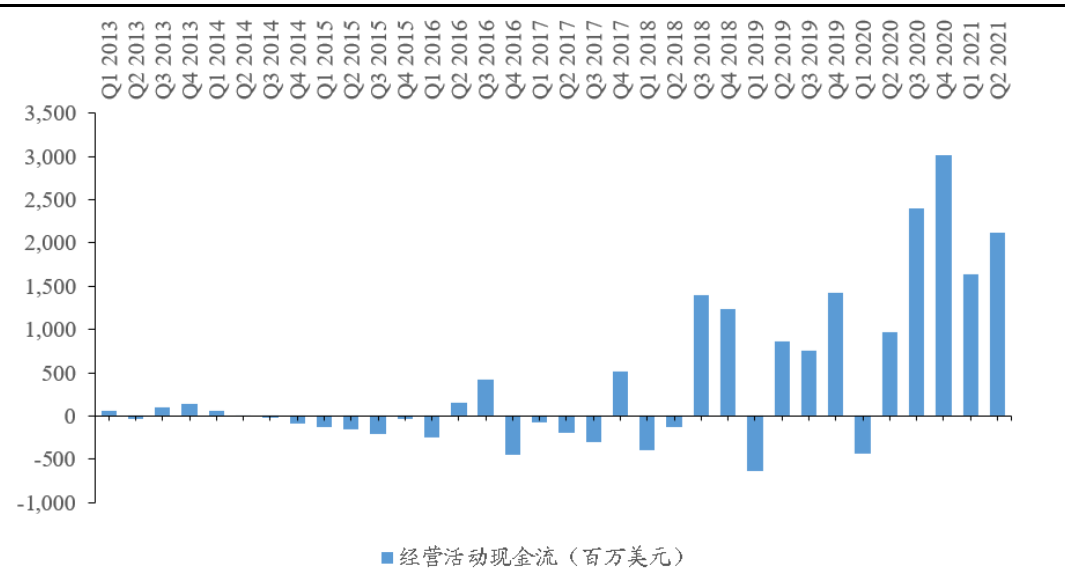
自由现金流同环比提升, 资本开支显著增长: 2021Q2 经营性现金流 21.24 亿美元, 同环比+120%/+29%; 资本开支为 15.05 亿美元, 同比+175.6%, 环比+12%, 投资主要用于柏林、德州产线建设。2021Q2 自由现金流 6.19 亿美元, 同比增长 48.1%, 环比提升 111.3%。期末在手现金 162 亿美元、环比有所下降, 主要受债务偿还和融资租赁支付合计约 16 亿美元影响。

图 4: 单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)



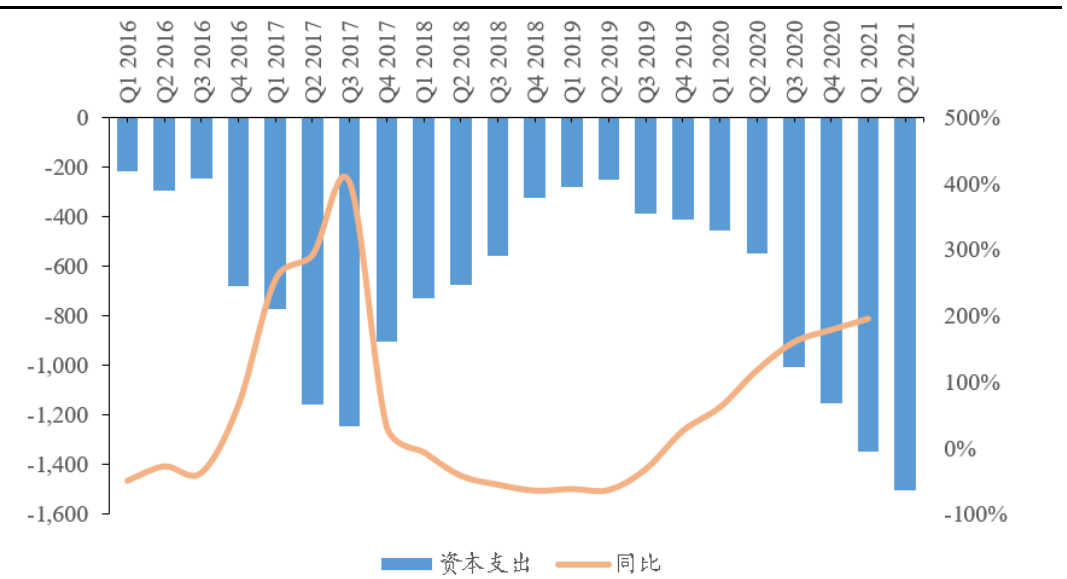
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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

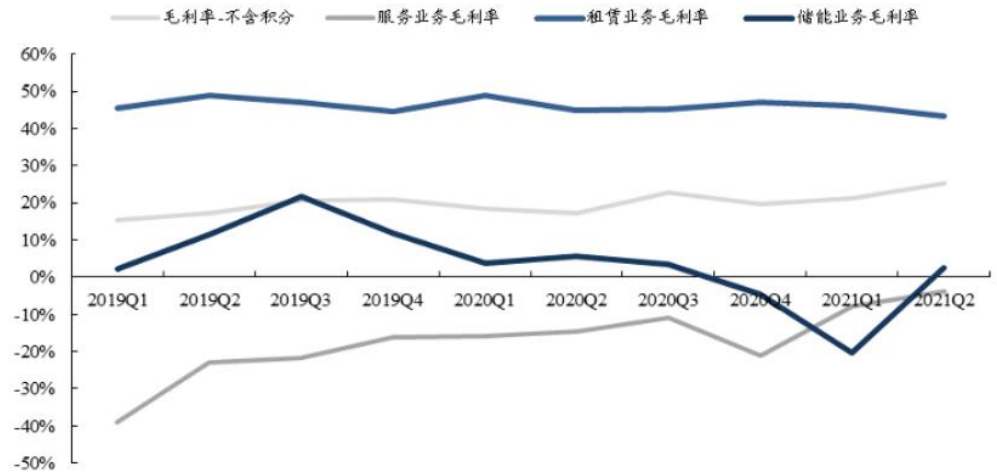
汽车业务盈利显著增长, 储能业务盈利能力显著改善: 汽车业务 2021Q2 收入 102 亿美元, 其中汽车销售 98.7 亿美元, 同比增长 101%, 环比提升 13%, 毛利率提升至 27.90%, 同环比+3.53pct/+2.08pct, 扣除积分收入影响后 (收入 3.5 亿美元, 同环比 -17%/-32%), 毛利率 25.22%, 同比增长 8pct, 环比增长 4pct, 降本效果显著; 汽车租赁 3.3 亿美元, 同比+24%, 环比+12%。储能业务收入 8.0 亿美元, 同比+116%, 环比+62%, 储能业务毛利率 2.5%、环比转负为正, 同比下滑 3.2pct, 环比提升 22.9pct。服务相关业务收入(售后车辆服务等业务)9.5 亿美元, 同比+95%, 环比+6%, 毛利率-3.7%。

表1: 特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)

【东吴电新】特斯拉季度业绩拆分											
曹荣红18616656981/阮巧燕18926085133/陈琳/吴辉凡18521311752/梁鑫辉/黄钰豪/岳斯瑶											
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
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	98.7
	-同比	37%	66%	-13%	1%	39%	-5%	43%	47%	78%	101%
	-环比	-42%	47%	-1%	20%	-20%	0%	50%	23%	-4%	13%
	收入占比	77%	81%	81%	83%	82%	81%	84%	84%	84%	83%
	成本 (亿美元)	28.6	42.5	40.1	48.2	37.0	37.1	53.6	69.2	64.6	71.2
	毛利 (亿美元)	6.5	9.1	11.2	13.3	11.9	12.0	19.9	21.1	22.5	27.6
	毛利率	18.60%	17.69%	21.78%	21.62%	24.40%	24.37%	27.02%	23.38%	25.82%	27.90%
	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	3.54
	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	95.2
	-同比	29%	62%	-15%	1%	38%	-11%	39%	44%	80%	112%
	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	24.0
	毛利率-不含积分	15.30%	17.20%	20.80%	20.90%	18.51%	17.15%	22.85%	19.82%	21.13%	25.22%
	产量合计 (万辆)	7.7	8.7	9.6	10.5	10.3	8.2	14.5	18.0	18.0	20.6
	销量合计 (万辆)	6.3	9.5	9.7	11.2	8.9	9.1	13.9	18.1	18.5	20.1
	-同比	110%	134%	16%	23%	40%	-5%	44%	61%	109%	121%
	租赁销量	0.1	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	1.0	1.4	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	12.9	16.7	17.1	18.7
	Model3y	5.1	7.8	8.0	9.3	7.6	8.0	12.4	16.2	18.3	19.9
	Modelsx	1.4	1.5	1.7	1.9	1.2	1.1	1.5	1.9	0.2	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	5.10
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	1.2	
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%	23.40%	
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	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	9.5
	-同比	88%	126%	67%	9%	14%	-20%	6%	17%	59%	95%
	收入占比	11%	10%	9%	8%	9%	8%	7%	6%	9%	8%
	成本 (亿美元)	6.8	7.5	6.7	6.7	6.5	5.6	6.4	8.2	9.6	9.9
毛利率	-39.1%	-22.8%	-21.7%	-16.2%	-15.7%	-14.6%	-10.8%	-21.1%	-7.7%	-3.7%	
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	3.3
	-同比	-22%	0%	0%	19%	-9%	28%	20%	24%	24%	24%
	收入占比	5%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	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	1.9
毛利率	45.6%	49.0%	47.1%	44.7%	49.0%	44.8%	45.3%	47.1%	46.1%	43.4%	
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	8.0
	-同比	-14%	16%	8%	10%	-34%	-8%	45%	71%	70%	116%
	收入占比	7%	6%	6%	6%	5%	6%	7%	7%	5%	7%
	成本 (亿美元)	3.1	3.3	3.1	3.9	2.8	3.5	5.6	7.9	6.0	7.8
	毛利率	2.4%	11.6%	21.9%	11.7%	3.8%	5.7%	3.6%	-4.7%	-20.4%	2.5%
太阳能装机 (MWh)	47	29	43	54	35	27	57	86	92	85	
储能装机 (MWh)	229	415	477	530	260	419	759	1584	445	1274	
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	119.6
	-同比	34%	59%	-8%	2%	32%	-5%	39%	45%	74%	98%
	成本 (亿美元)	40	54	51	60	47	48	67	87	82	91
	毛利率	12.53%	14.48%	18.89%	18.76%	20.63%	21.11%	23.52%	19.23%	21.32%	24.12%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

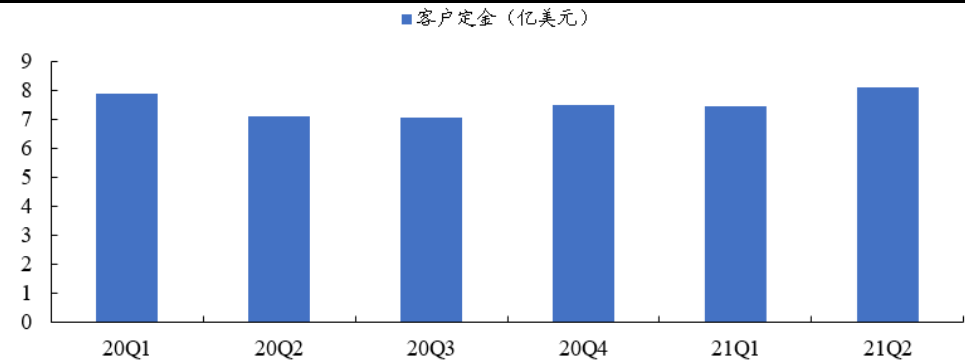
图 7: 特斯拉分业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

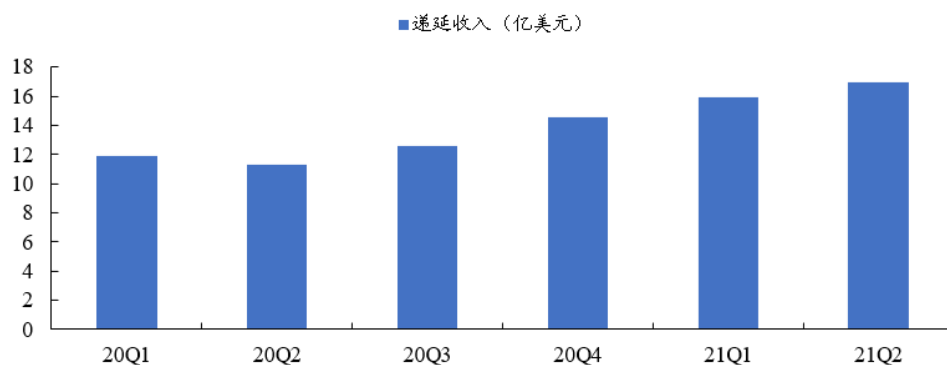
在手订单维持高位, 2021 年递延收入有望超市场预期。2021Q2 客户定金为 8.12 亿美元, 较 Q1 7.45 亿美元环比提升 9%、维持高位, 后续需求释放有保证。公司于 2020 年 10 月开始逐步推出 FSD beta 测试版, 且公司开发了神经网络训练计算机 Dojo 用于无监督的大规模算法训练, Musk 表示最新 FSD 具备“驾驶零干预”功能, 实现重大突破, 但由于该部分功能未全体推送, 所以尚未确认收入。截至 2021Q2 公司递延收入达 16.93 亿美元, 随着 beta 版的进一步完善、7 月软件首次上线使用并获积极评价。

图 8: 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

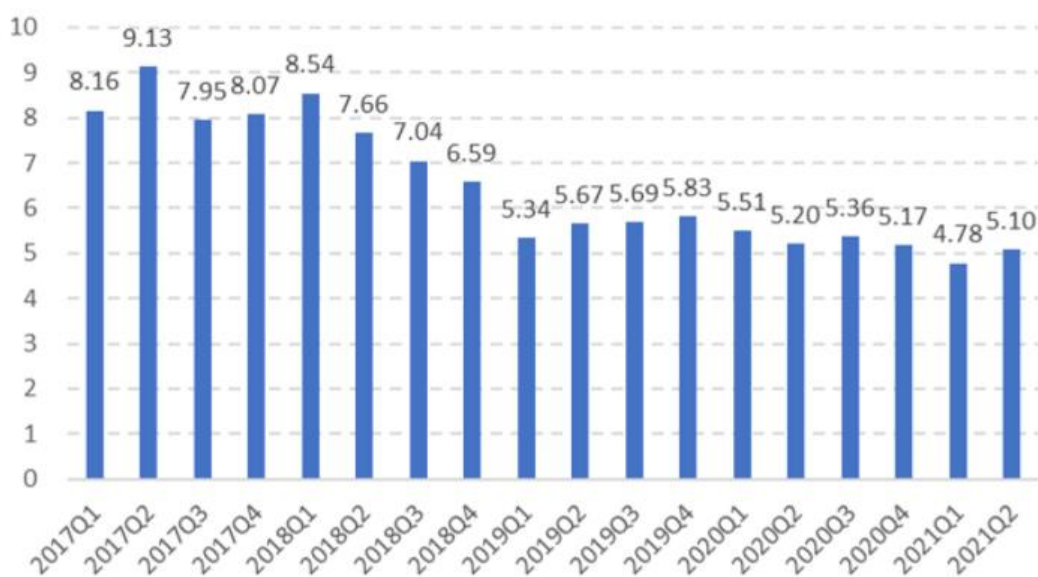
图 9: 特斯拉递延收入 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021Q2 单车售价同环比提升, 特斯拉 3 月起产品陆续涨价。2021Q2 单车售价 (除去租赁和积分收入影响) 5.10 万美元/辆, 同环比-2.0%/+6.6%。2021 年 3 月起, 特斯拉美国和中国双双涨价, 交付周期 4-6 周, 叠加新版 MS/X 的交付, ASP 上升已在 Q2 得到反应。**美国方面, Model 3/X 和 Model Y 因原材料成本涨价而多次提高售价。**3 月起, 特斯拉将 Model 3 标准续航和长续航多次提价, 7 月 16 日, Model S/X 长续航版涨价 3 万人民币, 23 日, Model 3 与 Model Y 长续航版本再提价 1000 美元, 这已是特斯拉 21 年第 7 次涨价; **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, 5 月 8 日, Model 3 标准续航升级版车型上涨 1000 元, 起售价提高为 25.09 万元起。

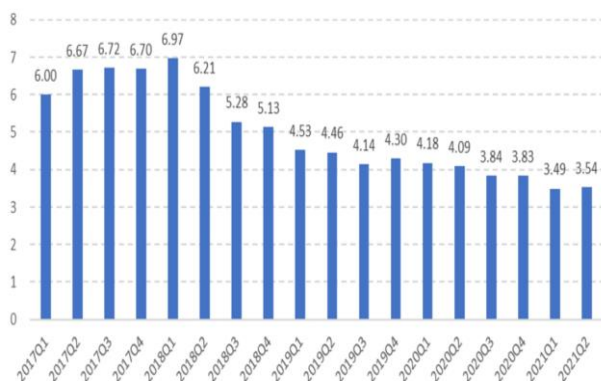
图 10: 特斯拉单车均价有所下降 (除去租赁和积分收入影响) (万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

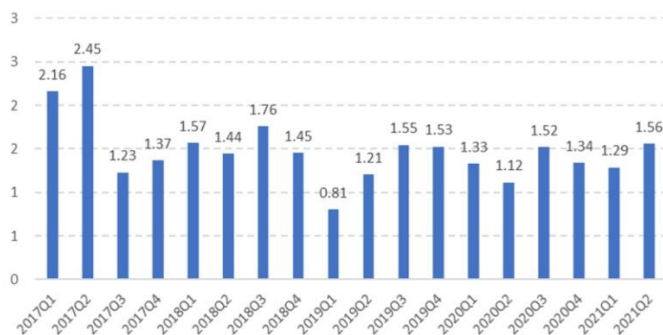
2021Q2 单车成本环比提升，毛利率稳中有升。受供应链成本提升影响，Q2 单车成本环比提升 1.3%至 3.54 万美元/辆，同比下降 13.5%，**但单车售价提升抵消成本上升对毛利的影响**，Q2 单车毛利率为 33.1%，同环比+4.8pct/1.8pct，若扣除积分收入，单车毛利率 30.60%，同环比+9.2pct/3.7pct。Q2 单车毛利为 1.75 万美元/辆，同环比+8.5%/+10%，若扣除积分影响，单车毛利达 1.56 万美元，同环比+39.7%/+21.2%。

图 11: 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 12: 单车毛利环比下滑 (除租赁和积分影响) (万美元)

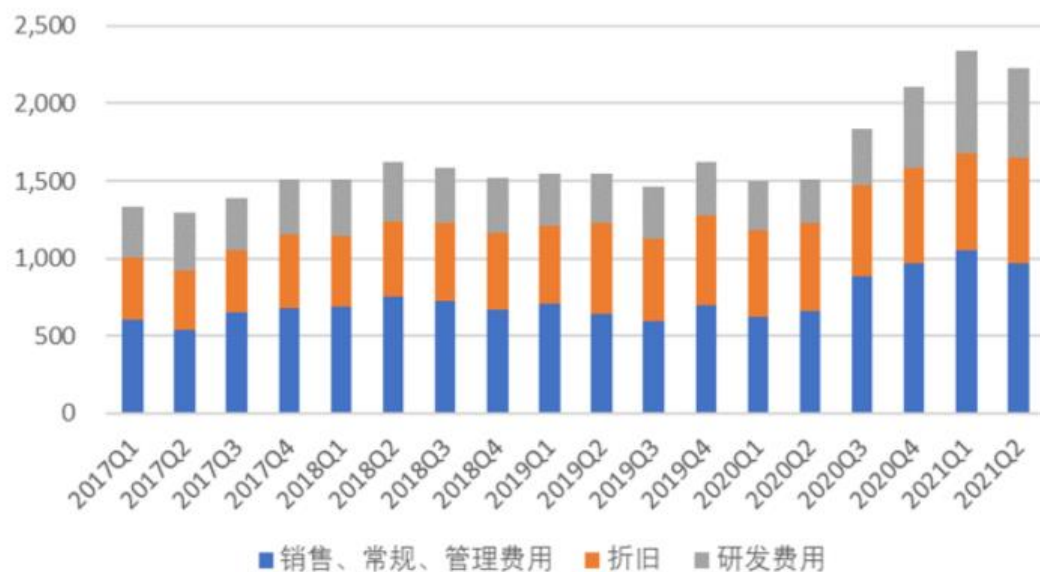


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q2 研发费用环比下降，销量高增长拉低单车指标。2021Q2 单季度研发费用 5.76 亿美元，同比增长 106.5%，环比降低 13.5%，Q2 研发费用率 4.8%，同比降低 0.2pct，环比降低 1.6pct。Q2 销售、管理等常规费用合计 9.73 亿美元，同比增长 47.2%，环比降低 7.9%，费用率 8.1%，同比降 2.8pct，环比降 2.0pct。折旧费用 6.81 亿美元，同比增 20.1%，环比增 9.7%。

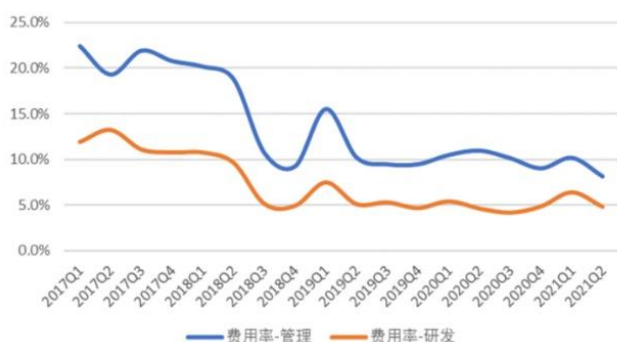
单车指标来看，销量大增显著摊薄费用。2021Q2 单车研发 0.29 万美元/辆，同比降低 6.8%，环比降低 20.6%；单车折旧 0.34 万美元/辆，同比降 45.8%，环比增 0.7%；单车销售、管理等费用 0.48 万美元/辆，同比降 33.5%，环比降 15.4%。

图 13: 特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)



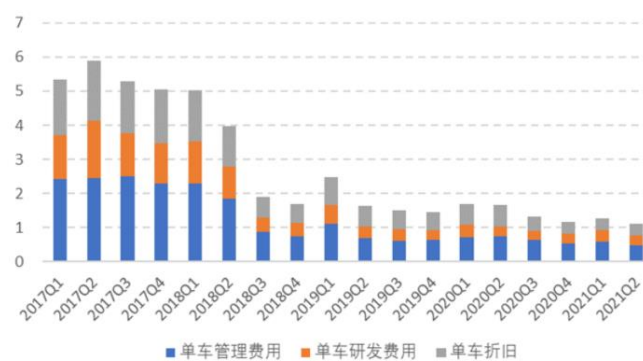
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 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 15: 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 2021Q2 交付 20.13 万辆, 同环比+122%/+9%, 符合市场预期。Q2 特斯拉全球共交付 20.13 万辆, 同比大增 122%, 符合市场预期; 其中, Model 3/Y 交付 19.94 万辆, 同环比+149.1%/+9.1%; Model S/X 合计销 0.19 万辆, 同环比-82.2%/-6.4%, 主要系 Model S/X 改款影响。Q2 产量 20.64 万辆, 同环比 150.9%/14.5%, 当季新增库存 5171 辆 (含发出未交付), 实际在手库存增加, 累计库存 23456 辆。

表 2: 特斯拉分季度销量明细 (辆)

销量: 辆	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021H1	2019年	2020年
Model3/Y	76,200	80,050	124,100	161,650	182,780	199,369	382,149	300,712	442,511
-环比	-17.7%	5.1%	55.0%	30.3%	13.1%	9.1%	33.7%	-	-
-同比	49.6%	3.1%	55.9%	74.7%	139.9%	149.1%	144.6%	105.9%	47.2%
Model S/X	12,200	10,600	15,200	18,920	2,020	1,890	3,910	66,663	57,039
-环比	-37.3%	-13.1%	43.4%	24.5%	-89.3%	-6.4%	-88.5%	-	-
-同比	0.9%	-40.2%	-12.6%	-2.7%	-83.4%	-82.2%	-82.9%	-32.9%	-14.4%
销量总计	88,400	90,650	139,300	180,570	184,800	201,250	386,050	367,375	498,920
总销量环比	-21.1%	2.5%	53.7%	29.6%	2.3%	8.9%	20.7%	-	-
总销量同比	40.3%	-4.9%	43.6%	61.2%	109.0%	122.0%	115.6%	50.0%	35.8%
产能: 辆	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021H1	2019年	2020年
Model3/Y	87,282	75,964	128,044	163,660	180,338	204,081	384,419	302,301	454,950
-环比	0.4%	-13.0%	68.6%	27.8%	10.2%	13.2%	31.8%	-	-
-同比	38.6%	4.7%	60.4%	88.2%	106.6%	168.7%	135.5%	97.6%	50.5%
Model S/X	15,390	6,326	16,992	16,097	0	2,340	2,340	62,931	54,805
-环比	-14.2%	-58.9%	168.6%	-5.3%	-100.0%	-	-92.9%	-	-
-同比	8.7%	-56.4%	4.1%	-10.2%	-100.0%	-63.0%	-89.2%	-38.0%	-12.9%
产能总计	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338	206,421	386,759	365,232	509,737
总产能环比	-2.1%	-19.9%	76.3%	23.9%	0.3%	14.5%	19.1%	-	-
总产能同比	33.1%	-5.5%	50.8%	71.4%	75.6%	150.9%	109.1%	43.5%	39.6%
库存: 辆	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021H1		
Model3/Y	11,082	-4,086	3,944	2,010	-2,442	4,712	2,270		
-环比	-298%	-137%	-197%	-49.0%	-221.5%	-293.0%	-61.9%		
-同比	-8%	-20%	1564%	135.9%	122.0%	215.3%	-67.6%		
Model S/X	3,190	-4,274	1,792	-2,823	-2,020	450	-1,570		
-环比	-310%	-234%	-142%	-257.5%	-28.4%	-122.3%	52.3%		
-同比	54%	33%	-266%	-86.1%	163.3%	110.5%	44.8%		
库存总计	14,272	-8,360	5,736	-813	-4,462	5,171	709		
库存累计	26,184	17,824	23,560	22,747	18,285	23,456	23,456		
总库存环比	119.8%	-31.9%	32.2%	-3.5%	-19.6%	28.3%	3.1%		
总库存同比	-7.1%	-10.3%	23.9%	91.0%	-30.2%	31.6%	31.6%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

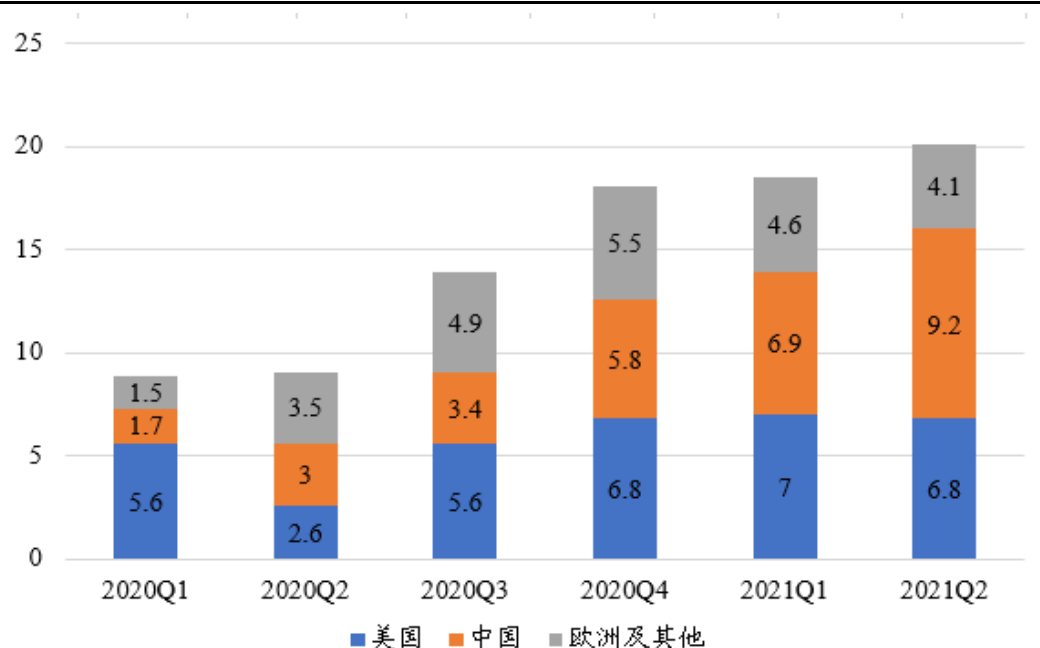
图 16: 特斯拉分季度销量趋势 (辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中国市场占比持续提升, 为特斯拉贡献主要增量。2021Q2 特斯拉全球销量 20.1 万辆, 根据 Marklines 数据 (口径与公司官网销量口径有差别, 仅供参考), 2021Q2 中国市场共交付 9.2 万辆, 同比大增 207%, 系国产 Model Y 产能持续爬坡, 大幅贡献增量; 美国 Q2 交付 6.8 万辆, 同比增长 162%。

图 17: 特斯拉分地区销售情况 (万辆)

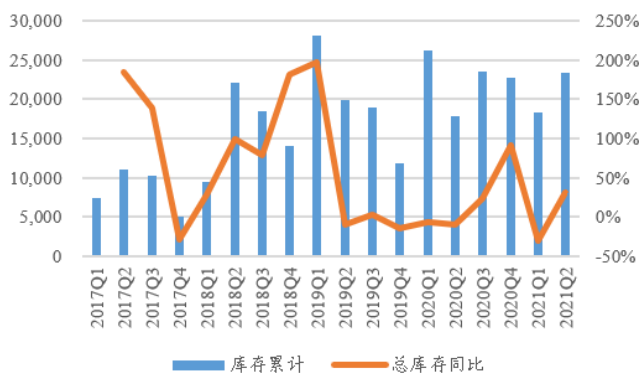


数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

2021Q2 库存提升。2021Q2 新增库存 5,171 辆, 期末累计库存 2.35 万辆, 由于芯片短缺的原因, 库存提升至较高水平。2021Q2 周转天数为 9 天, 周转速度相较 Q1 放缓。

新版 Model S 开启交付, 新工厂产能年底落地在即。美国加州弗里蒙特工厂 Model 3/Y 合计产能实现 50 万辆, Model S/X 产能 10 万辆, Q2 新款 Model S 实现少量交付, 新款 Model X 预计 2022 年后开始交付, 后续开启新增产能; 中国工厂年产能超 45 万辆, 国产 Model Y 推出磷酸铁锂版, 价格降至 30 万元以内, 2021 年下半年交付量将持续扩大规模; 柏林工厂、德州工厂公司预计 2021 年年底实现投产, 产能爬坡将给明年欧洲市场带来新的交付增量。此外, 由于芯片短缺, Semi 公司预计将推迟至 2022 年开始交付。

图 18: 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 19: 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

表 3: 特斯拉产能进度 (辆)

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

2021 年有效产能约 145 万辆, 开启电动车新周期。2020 年底上海工厂产能达到 45 万辆, 叠加加州工厂新增 Model Y 产能, 总产能接近 100 万, 随着 2021 年欧洲、德州产能落地, 年底公司预计达到 145 万辆产能。同时, 公司寻找新供应商以解决芯片短缺问题, 截至 2021 年 9 月 24 日已基本解决。

表 4: 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	21 年底 E	22 年底 E
加州工厂	ModelS/X	10	10	10	9	10	10	10
	Model3	5	10	20	35	35	35	35
	ModelY					15	35	35
上海工厂	Model3				15	25	30	30
	ModelY					20	20	40
柏林工厂	Model3						10	30
	ModelY						5	40
德州工厂	Semi						5	5
	皮卡						10	20
合计产能	ModelS/X	10	10	10	9	10	10	10
	Model3	5	10	20	50	60	75	95
	ModelY	0	0	0	0	35	60	115
	合计	15	20	30	59	105	145	210

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, 特斯拉销量或超市场预期。2021 年 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, 给予符合电动车销量要求的电动车销售税收优惠, 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。

表 5: 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：《清洁能源革命和环境正义法案<The Biden plan for a clean energy revolution and environmental justice>》，《美国工作计划<American Jobs Plan>》，东吴证券研究所

长期销量目标复合增速达 50%。公司计划长期销量复合增速高达 50%，2021 年增速将会超越 50%。截至 2021 年 9 月 24 日，特斯拉全球保有量超 100 万辆，公司表示 2022 年保有量将达 200 万辆，主要受益于三大洲产能释放，增量主要来源于：一是国产标准版 M3/MY 降至 25/28 万，公司预计中国销量突破 30 万辆；二是美国工厂 MY 产能爬坡，截至 2021 年 9 月 24 日单月已超 1 万辆，有望再上台阶，新版 S 二季度开始交付，2021 年下半年持续带来增量；三是 2021 年欧洲及德州工厂 MY21 年年底实现量产，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。

表 6: 特斯拉销量预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
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%
Model3&Y	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，2022 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，截至 2021 年 9 月 24 日，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 2022 年电池产量 100GWh，年末产能达到 200GWh。

表 7: 特斯拉电池及电池材料供应商 (美元)

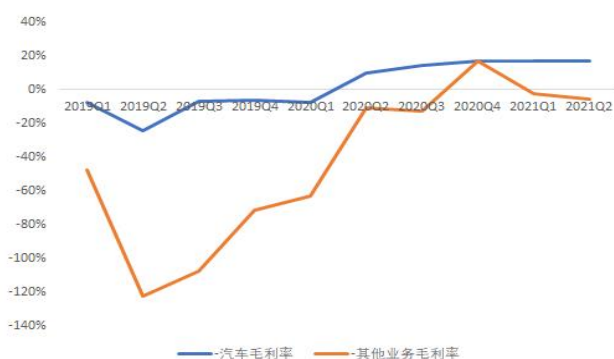
产品	标的	配套区域	单车价值	份额	特斯拉销量对相关标的收入弹性					
					15万辆	30万辆	50万辆	70万辆	100万辆	
电池	电池	宁德时代	国产	42,000	30%	4%	8%	14%	19%	28%
	氢氧化锂	赣锋锂业	全球	2,500	50%	4%	7%	12%	16%	23%
电池	负极	贝特瑞	国产	3,500	80%	10%	19%	32%	45%	64%
	隔膜	恩捷股份	国产	4,000	60%	11%	23%	38%	53%	76%
材料	电解液	天赐材料	国产	2,700	60%	9%	18%	29%	41%	59%
	结构件	科达利	国产	2,000	90%	14%	28%	47%	66%	94%
	连接件	科达利	全球	300	100%	14%	28%	47%	66%	94%
	热管理系统	三花智控	全球	2,500	100%	3%	7%	11%	16%	22%
	热管理系统	银轮股份	国产			0%	0%	0%	0%	0%
	车身、底盘、内饰等	拓普集团	全球	5,500	100%	15%	31%	51%	72%	103%
汽车	变速箱箱体等	旭升股份	全球	1,500	100%	21%	41%	68%	96%	137%
	高压继电器	宏发股份	全球	300	60%	0%	1%	1%	2%	3%
零件	车身、内饰等	华域汽车	国产	18,000	100%	2%	4%	6%	9%	12%
	内饰件	宁波华翔	Ms/x	700		0%	0%	0%	0%	0%
汽车	支架压铸件	广东鸿图	Ms/x	250		0%	0%	0%	0%	0%
	中控屏模组	长信科技	Ms/x			0%	0%	0%	0%	0%
电子	导航地图	四维图新	全球		100%	0%	0%	0%	0%	0%
	热管理系统	三花智控	全球	500	100%	5%	11%	18%	25%	35%
	高压继电器	宏发股份	全球	75	60%	1%	2%	3%	4%	6%
	热管理系统	三花智控	全球	2,000	100%	3%	5%	9%	12%	18%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 蔚来：Q2 盈利能力持续向上，2022 年 3 款新车型落地超预期

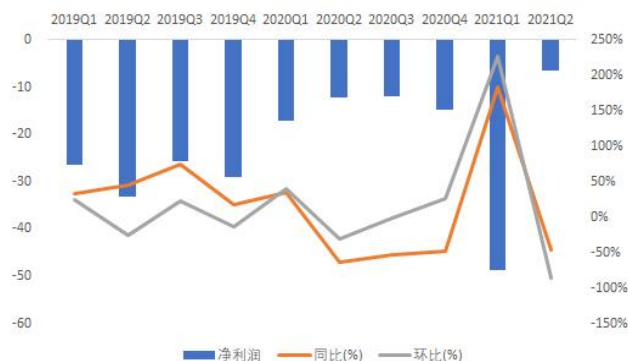
Q2 营收同比增长 127%，归母净亏损持续改善。蔚来 2021Q2 营收 84.48 亿元，同比大幅提升 127.2%，毛利率 18.6%，同比增长 10pct（2020 年 Q2 毛利率为 8.4%），环比降低 1pct，毛利率水平保持相对稳定；归母净亏损 5.87 亿元，同比大幅缩窄 50.1%，环比增加 30.2%，主要由股权激励费用上升导致。2021Q2 归母净亏损为 6.59 亿元，同比缩窄 45.5%，环比缩窄 86.5%，Q2 股权激励费用为 2.514 亿元，同比增加 455.0%，环比增加 160.5%；扣除股权激励费用，2021Q2 归母净亏损为 3.358 亿元，较 2021Q1 下降 5.3%，亏损持续改善。

图 20：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 21：蔚来季度归母净亏损（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 2021Q2 收入 79.12 亿元，同比增长 129%，毛利率 20.3%，同比提升 10pct，主要系销量上升分摊成本所致。其他业务收入 5.36 亿元，同比提升 133%，环比下滑 7%，主要是 100kwh 电池升级服务收入减少所致。

表 8：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	2021Q2
营业收入	16.89	15.46	18.30	28.27	13.74	36.79	45.26	66.41	79.82	84.48
营业成本	18.50	20.13	20.58	31.02	15.41	33.70	39.40	54.99	64.28	67.74
汽车销售收入	15.90	14.50	17.27	26.63	12.57	34.49	42.67	61.74	74.06	79.12
-汽车收入占比	94%	94%	94%	94%	92%	94%	94%	93%	93%	94%
其他收入	0.99	0.96	1.03	1.63	1.17	2.30	2.59	4.67	5.77	5.36
-其他收入占比	6%	6%	6%	6%	8%	6%	6%	7%	7%	6%
汽车销售成本	17.04	17.99	18.44	28.23	13.51	31.15	36.48	51.12	58.39	63.08
其他成本	1.46	2.14	2.14	2.79	1.91	2.54	2.92	3.87	5.89	5.66
汽车毛利	-1.14	-3.49	-1.17	-1.60	-0.93	3.34	6.19	10.62	15.67	16.04
-汽车毛利率	-7%	-24%	-7%	-6%	-7%	10%	15%	17%	17%	17%
其他业务毛利	-0.47	-1.18	-1.11	-1.16	-0.74	-0.24	-0.33	0.80	-0.12	-0.30
-其他业务毛利率	-47%	-122%	-108%	-71%	-63%	-10%	-13%	17%	-2%	-6%
毛利率	-13%	-33%	-12%	-9%	-12%	8%	13%	17%	20%	19%
同比		299%	-4%	-9%	1%	42%	25%	26%	32%	10%
环比	-14%	-20%	21%	3%	-3%	21%	4%	4%	2%	-1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高端车型放量盈利强劲，未来目标毛利率 25%：蔚来 2021Q2 共交付 21896 辆，同比增长 112%，环比增长 9%，符合此前 2.1-2.2 万辆的市场预期。其中，ES8 Q2 销量 4433 辆，同比提升 96%，环比持平，占比 20%；ES6 Q2 销量 9935 辆，同比提升 23%，环比增长 22%，占比 45%；EC6 Q2 销 7528 辆，环比持平，占比 34%。其中 ES6 为 Q2 主要增量车型，销量占比由 2021Q1 的 40% 继续上升至 45%。截至 2021 年 9 月 24 日，BaaS 选用率在 60% 左右，有效降低了消费者的购车门槛，高毛利的 ES8、EC6 车型表现出良好的竞争力；NIO Pilot 毛利约为 8000 元，同期选装率超 80%，经我们测算，现选装率水平下，单车毛利提升 6400 元，贡献整体毛利达 1.40 亿元，占比 8.7%。蔚来电话会议表示，蔚来整车毛利率长期要做到 25% 左右，不算积分交易和补贴等。

图 22：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

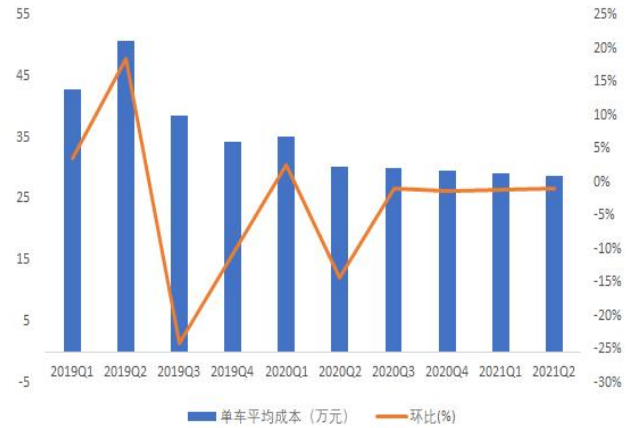
单车收入环比持平微降，大规模放量摊薄成本。2021Q2 单车平均收入为 36.13 万元/辆，同比增长 8%，环比下滑 2%；单车成本为 28.81 万元/辆，同环比分别下降 4%/1%，成本进一步降低，降本效果明显，收入拉升叠加成本下行释放更多毛利，Q2 单车毛利为 7.33 万元/辆。公司 Q2 研发费用为 8.84 亿元，环比增长 23.2%，单车研发费用为 4.04 万元/辆，环比增长 18%。公司 Q2 销售管理费用为 14.98 亿元，环比增长 25.1%，单车销售管理费用为 6.84 万元/辆，环比增长 14.6%。

图 23: 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 24: 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

Q3 公司预计交付 2.25-2.35 万辆。2021 年上半年蔚来在上海高端 SUV 市场的渗透率达到了 13.7%，且月订单持续增长。由于半导体供货存在不确定性及波动性，8 月蔚来销售 0.59 万辆，影响较大，因此公司将 Q3 交付量从 2.3-2.5 万辆下调到 2.25-2.35 万辆，其中 7-8 月份公司交付量为 1.38 万辆，公司预计 9 月份交付量在 0.87-0.97 万辆之间，环比增长 47.77%-64.78%，恢复至 7 月水平。2021Q1-Q3 公司预计销 6.45-6.55 万辆。随着年底冲量及年末芯片紧张缓解，Q4 销量有望达 3.5 万辆。

2022 年计划推出三款基于 NIO2.0 平台新车型，超市场预期。蔚来汽车 NIO2.0 平台的第一辆车 ET7 自 2021 年 5 月首台生产线样车下线以来，已进行了一系列功能性能和法规测试，公司预计明年 ET7 按时交付。此外，蔚来汽车还将基于 NIO2.0 平台在 2022 年再推出两款新产品。此外，蔚来汽车将针对大众市场推出一个新品牌，并且会有一款比现有车型定价更低的新车，通过不同尺寸、构造、设计的车型以满足不同用户的需求。

自动辅助驾驶 NIO Pilot 体验提升，自动驾驶 NAD 开发顺利进行中。蔚来汽车在推进新产品开发的同时也在不断优化和升级 NIO1.0 技术平台，2021 年 8 月下旬发布 NIOOS3.0，将以全新的 UI 对现有功能进行一系列优化。在持续的更新和改进中，自动辅助驾驶 NIO Pilot 功能和体验得到大幅改善，Q2 NIO Pilot 选配率超过 80%，总行驶里程已超过 2 亿公里，为公司带来 3-4 个点毛利。此外，ET7 所搭载的自动驾驶系统 NAD 的开发正在顺利进行中，NAD 将提供最佳的自动驾驶体验，并引领行业内自动驾驶技术的发展。

蔚来与江淮汽车续签联合制造协议，扩大年产能至 24 万辆。2021 年 5 月 24 日，蔚来江淮汽车或江来先进制造技术(安徽)有限公司就蔚来汽车的联合制造及相关费用安排达成制造协议，从 2021 年 5 月至 2024 年 5 月，江淮汽车将继续生产 ES8、ES6、EC6、ET7 和潜在的其他 NIO 车型。产能方面，江淮汽车将扩大年产能至 24 万辆，以满足对蔚来汽车不断增长的需求。蔚来将负责车辆开发和工程、供应链管理、制造技术以及质量管理和保证，江来将负责零部件组装和运营管理。

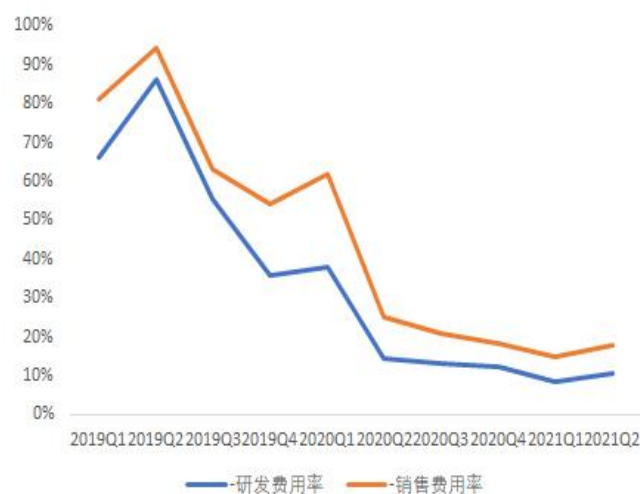
费用管控能力提升，2021 年预计研发投入 50 亿元，同比翻番。2021Q2 研发费用 8.84 亿元，同比增长 62%，环比增长 23.2%，研发费用率为 10%，同比下降 5pct，环比增长 3pct，主要系新产品设计和开发成本的增加以及研发职能员工人数的增加导致了研发费用的增加，包括 ET7 量产相关的测试以及一些外部合作、NT2 产品研发等。2021 年计划研发投入 50 亿元，同比翻番；2021 年 Q2 销售、管理费用 14.98 亿元，同比增长 60%，环比增长 26%，销售、管理费用率 18%，销售、管理费用同比增长来源于公司 2021 年 Q2 增加了更多市场推广活动以及招聘销售、管理人员导致员工薪酬增加，销售、管理费用环比较为稳定。

图 25: 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 26: 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 483 亿，支撑公司未来发展。2020 年 4 月蔚来与合肥市政府达成合作，获得 70 亿战略投资，2020 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 2021 年 6 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 483 亿元，足以支持未来一年的业务持续运营和发展。公司第二代换电站开始部署，并计划在 2021 年累计建成 300 座超充站和 10000 根目的地充电桩。2021Q2，公司已有 25 家 NIO House 与 243 家 NIO Space，2021 年上半年新增 2 家 NIO House 与 62 家 NIO Space，覆盖 123 个城市，2021 年下半年还会扩充 NIO House 与 NIO Space 的数量，提升运营效率和质量，扩大销售网络覆盖范围，以快速扩大蔚来汽车在二线和三线城市的影响力。

3. 理想汽车：Q2 加大研发投入，交付量远超市场预期

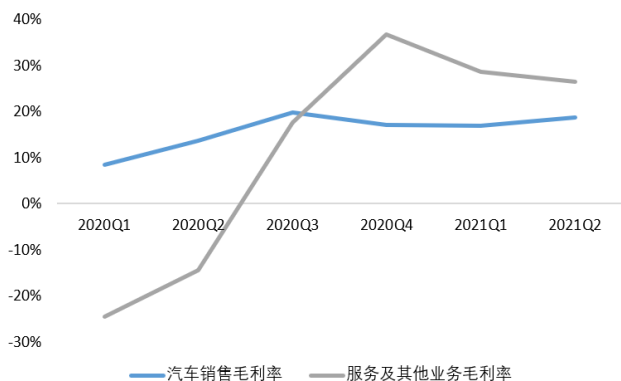
理想 Q2 交付量大增，业绩超市场预期。2021Q2 营收 50.39 亿元，同比+165.2%，环比+41%，2021Q2 毛利为 9.53 亿元，毛利率为 18.9%，归母净亏损 2.35 亿元，较 2021Q1 收窄 34.6%。分业务看，2021Q2 汽车业务收入 49.03 亿元，同比+155%，环比+42%，毛利率 18.7%，环比提升 1.8pct；服务收入及其他收入共 1.36 亿元，同比+385%，环比+21%，毛利率为 26.4%，环比下降 2.3pct。

表 9：理想分季度分业务收入和毛利情况（亿元）

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
汽车 销售	收入 (亿元)	8.41	19.19	24.65	40.60	34.64	49.03
	收入占比	98.8%	101%	98%	98%	97%	97%
	成本 (亿元)	7.70	16.55	19.76	33.66	28.79	39.86
	毛利率	8.45%	13.70%	19.80%	17.10%	16.90%	18.70%
	毛利 (亿元)	0.71	2.63	4.88	6.94	5.85	9.17
	理想ONE销量合计 (辆)	2,896	6,604	8,660	14,464	12,579	17,575
	环比	196%	128%	31%	67%	-13%	40%
	均价 (万元/辆)	29.04	29.06	28.46	28.07	27.54	27.90
	均成本 (万元/辆)	26.59	25.07	22.82	23.27	22.88	22.68
	均毛利 (万元/辆)	2.45	3.99	5.64	4.80	4.65	5.22
服务 及其 其他 收入	收入 (亿元)	0.11	0.28	0.46	0.89	1.12	1.36
	收入占比	1%	1%	2%	2%	3%	3%
	成本 (亿元)	0.132	0.321	0.3797	0.563	0.799	1.000
	毛利率	-24.5%	-14.4%	17.6%	36.8%	28.7%	26.4%
	毛利 (亿元)	-0.026	-0.04042	0.0811	0.3274	0.321	0.35969
合计	收入 (亿元)	8.52	19.00	25.11	41.50	35.75	50.39
	成本 (亿元)	7.8339	16.473	20.1405	34.22	29.58	40.86
	毛利率	8.02%	13.30%	19.78%	17.50%	17.30%	18.90%

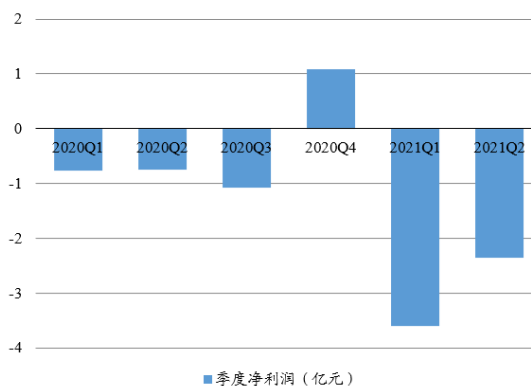
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27：理想各业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

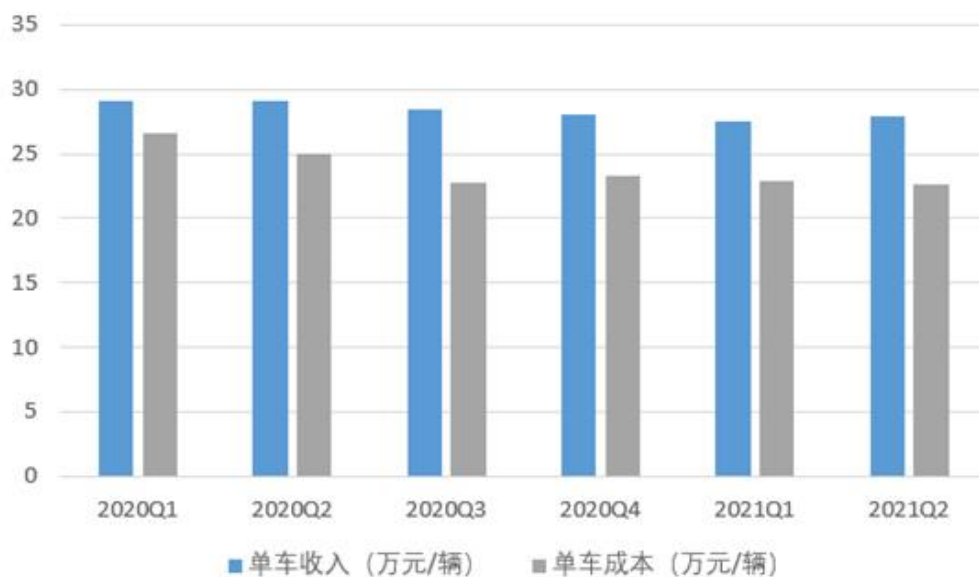
图 28：理想季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q2 单车收入环比小幅提升，成本下降，单车毛利提升。2021Q2 单车售价 27.90 万元/辆，环比提升 1.3%，单车成本为 22.68 万元/辆，环比降低 1%，主要系交付量的增加，单位制造间接成本降低，随交付量提升成本有望进一步下降。

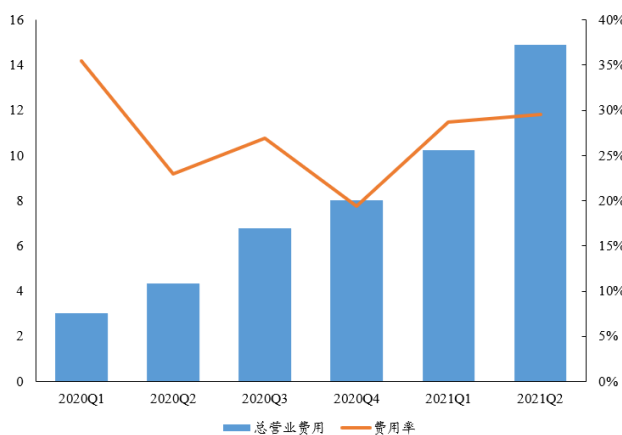
图 29: 理想单车季度平均收入及成本 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

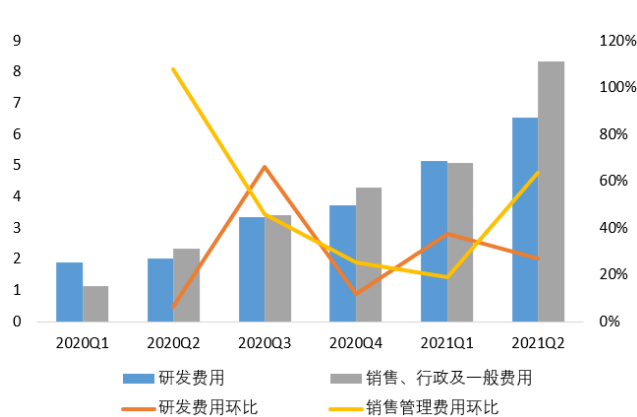
加大研发投入, 费用率环比持平。2021Q2 费用总支出为 14.89 亿元, 同比增长 241.5%, 环比增长 45.3%。费用率为 29.5%, 环比提升 0.8pct, 维持稳定; 其中研发费用 6.5 亿元, 环比增长 27%, 研发费用率为 13%, 环比下滑 1.4pct, 研发投入的增加主要系公司研发下一代车型的员工人数增加和研发活动增加; 销售管理费用 8.4 亿元, 环比增长 64%, 销售管理费用率为 16.6%, 环比提升 2.3pct, 主要系公司分销网络的扩大, 员工人数和租赁费用的增加。

图 30: 理想各季度总费用及费用率 (亿元)



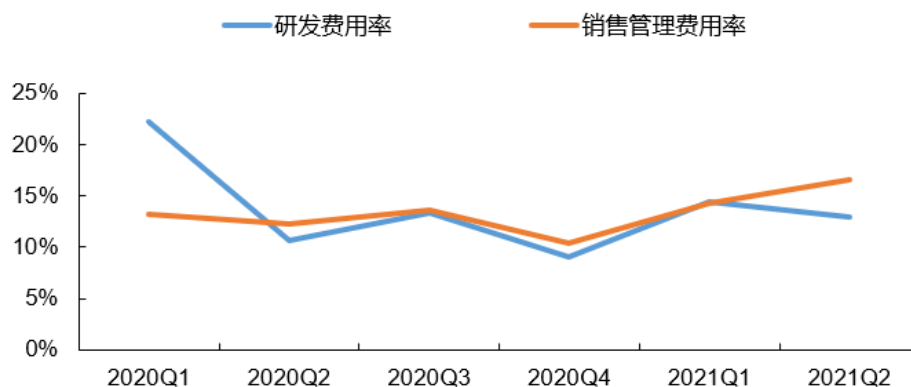
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 31: 理想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

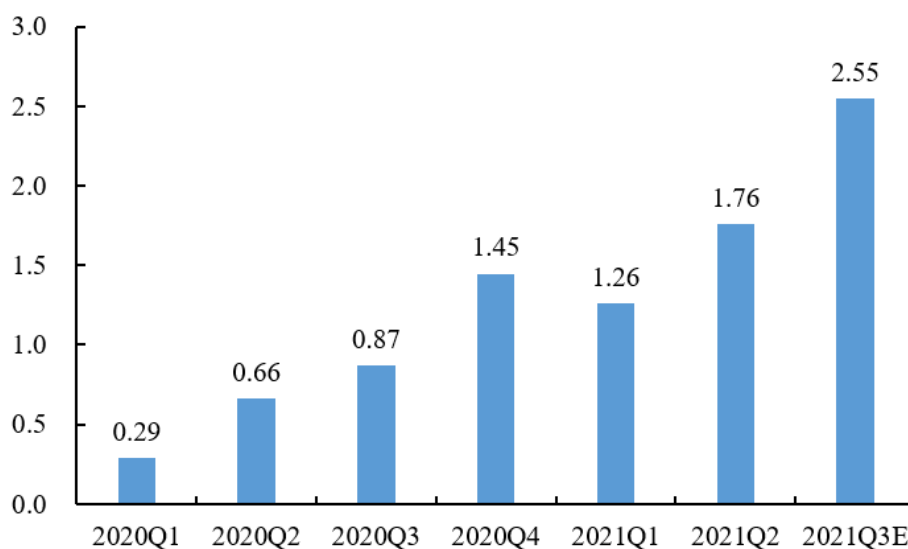
图 32: 理想季度研发费用率及销售费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司预计 2021Q3 交付 2.5-2.6 万辆, 或超预期增长。公司 2021Q2 交付 1.76 万辆, 同比增长 166.1%, 环比增长 40%, 远超此前给出的 1.45-1.55 万辆指引。2021 年 7 月, 理想汽车交付 8589 辆, 位居大型 SUV 车型销量榜首, 同比大增 251.3%, 环比增长 11.4%, 8 月公司交付 0.94 万辆, 环比再提升, 公司预计 2021Q3 交付量将提升至 2.5-2.6 万辆, 对应 9 月份交付量在 0.70-0.80 万辆之间。

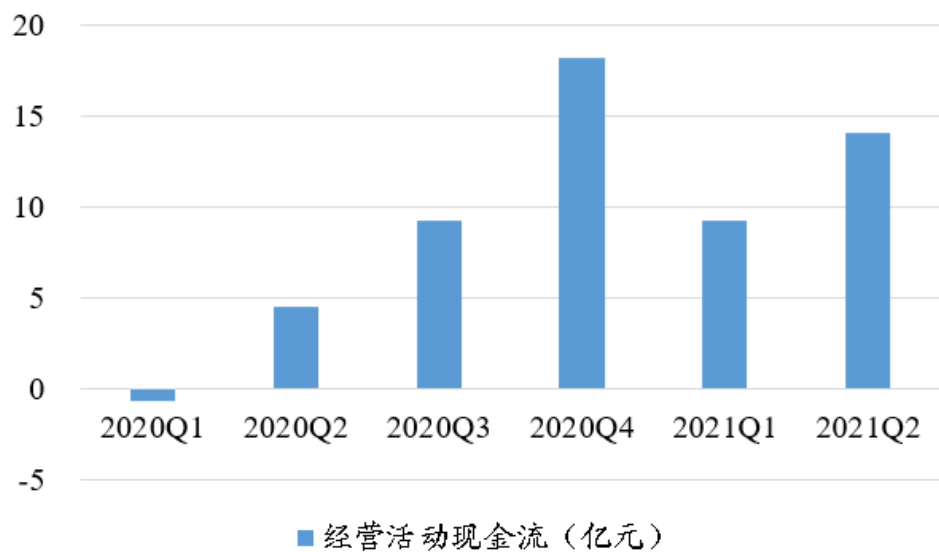
图 33: 理想 2020 各季度交付及 2021Q3 预测交付 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

现金储备丰厚，为渠道拓展与研发投入提供保障。公司 2021Q2 经营现金流为 14 亿元，环比增长 52%，自由现金流为 9.8 亿元，环比增长 72%，截至 2020 年 6 月 30 日，理想汽车现金储备高达 365.3 亿元，为下一代电动汽车技术的研发奠定了坚实基础。在配套服务方面，截至 2021 年 7 月 31 日，公司在 67 个城市拥有 109 家零售中心，售后维修中心及授权钣喷中心 176 家，覆盖 134 个城市。公司有望在 2021 年底开设 200 家零售店，覆盖 100 个城市，渠道将进一步下沉至二三线城市。

图 34: 理想经营性现金流净额 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

加大研发投入，自动驾驶研发同步发力。理想汽车上海研发中心于 2021 年 5 月正式投入运营，计划队伍容量 2000 人，致力于智能电动化汽车技术的前沿开发（包括高电压平台及超快充技术、自动驾驶技术和下一代智能座舱科技、操作系统和计算平台）。公司维持 2021 年研发投入 30 亿的全年目标，未来三年将达到每年 60 亿元人民币，其中一半费用将用于自动驾驶相关研发。

开发增程式平台 X 平台，2022 年推出全尺寸豪华增程式电动 SUV。8 月 27 日，理想汽车与绵阳新晨动力机械有限公司签署投资协议，成立合资公司，持股 51%，新公司将为下一代增程器开发做准备，增程器研发及生产基地项目正式签约落户绵阳，其中，一期规划 20 万台，将于 2023 年达产。理想汽车正在开发基于增程电动汽车（EREV）平台的 X 平台，并计划于 2022 年推出 X 平台上的首款产品——全尺寸豪华增程式电动 SUV，并于 2023 年在 X 平台上推出另外两款 SUV。

纯电动平台发力，超快充电桩年底前开启试点。理想截至 2021 年 6 月 30 日正在大力开发两个高压纯电动车型平台—Whale 及 Shark，并从 2023 年开始每年至少推出两

款新的 HPC BEV（指高压电动汽车）车型。公司计划打造十分钟可补充 300-500 公里续航的 400 千瓦超快充的高压纯电平台，截至 2021 年 6 月 30 日高压电动车研发推进顺利，4C 电池样品已准备好，且完成了高功率超快充电桩的概念设计，计划今年之内开始首个充电站的试点工作。

新工厂落户北京顺义，产能扩张为 BEV 车型做足准备。理想汽车全球旗舰工厂落户顺义区，总投资 60 亿元，依托原北京现代一工厂厂房和土地资源，打造全面数字化、柔性化智能制造工厂，开展整车、核心零部件、自动驾驶等关键技术研发。项目计划 2023 年投产，产能扩张为后续 BEV 车型做好充分准备。

4. 小鹏汽车：二季度单车毛利大幅度提升，汽车交付创新高

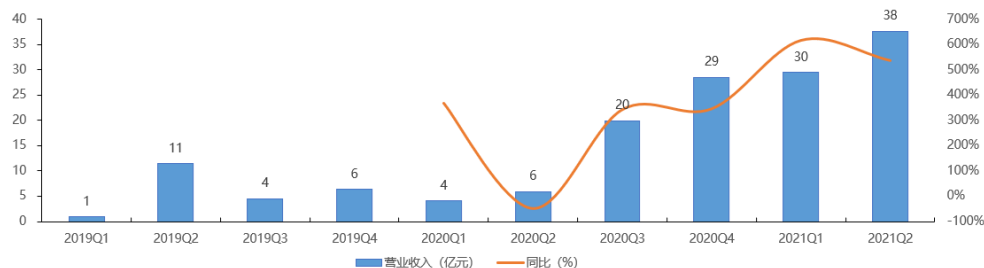
小鹏 2021 年 Q2 营收同比大增 537%，毛利率环比继续增长，Q3 预计营业收入继续高增。小鹏 2021Q2 营收 37.61 亿元，同比大幅提升 537%；毛利率继续增长至 11.9%，环比提升 0.7pct，归母净亏损 11.95 亿元，相比去年同期亏损扩大 718%，环比扩大 52%。分业务看，汽车销售业务 21Q2 收入 35.84 亿元，同比增长超 562%，毛利率 11.0%，环比上涨 0.9pct；整车快速上量拉动零部件及配套服务，服务及其他收入 1.77 亿元，环比增 25.5%，毛利率 31.5%，环比微降 0.7pct。小鹏 2021Q3 预计营收 48 亿元-50 亿元，同比增 141.2%-151.3%，环比增 27.6%-32.9%。

表 10：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	2021Q2	2021Q3 E	
汽车销售	收入 (亿)	21.71	9.13	18.98	27.35	55.47	28.10	35.84	
	-同比	52181%	-24%	376%	376%	156%	655%	562%	
	收入占比	94%	91%	95%	96%	95%	95%	95%	
	成本 (亿)	27.34	9.63	18.37	25.49	53.53	25.27	31.90	
	毛利率	-25.9%	-5.5%	3.2%	6.8%	3.5%	10.1%	11.0%	
	毛利 (亿)	-5.6230	-0.4987	0.6128	1.8601	1.9414	2.8385	3.9428	
	-同比								
	产量合计 (辆)								
	销量合计 (辆)	12,728	5,499	8,578	12,964	27,041	13,340	17,398	21500-22500
	G3交付量 (辆)	12,728	5,174	2,368	4,437	11,979	5,366	5,876	
	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	11,522	
	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	2.27		
平均毛利率									
平均成本 (万元/辆)	214.77	175.15	214.12	196.65	197.95	189.39	183.36		
服务及其他收入	收入 (亿)	1.50	0.90	0.92	1.16	2.98	1.41	1.77	
	-同比	2601%	164%	81%	79%	98%	295%	256%	
	收入占比	7%	9%	5%	4%	5%	5%	5%	
	成本 (亿)	1.46	0.76	0.62	0.91	2.26	0.95	1.21	
	毛利 (亿)	0.04	0.14	0.30	0.25	0.72	0.45	0.56	
毛利率	2.8%	15.4%	32.9%	21.2%	24.2%	32.2%	31.5%		
合计	收入 (亿)	23.21	10.03	19.90	28.51	58.44	29.51	37.61	48-50
	-同比	23815%	-19%	343%	287%	152%	616%	537%	141.2%-151.3%
	成本 (亿)	28.79	10.39	18.99	26.41	55.78	26.21	33.13	
	毛利 (亿)	(5.58)	(0.36)	0.92	2.11	2.66	3.30	4.49	
毛利率	-24.0%	-3.6%	4.6%	7.4%	4.6%	11.2%	11.9%		

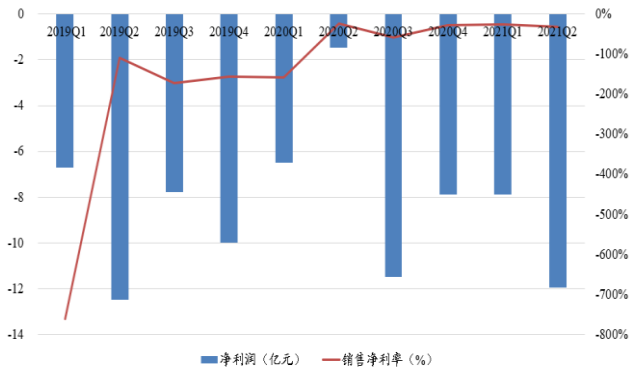
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35：小鹏汽车分季度营收情况（亿元）



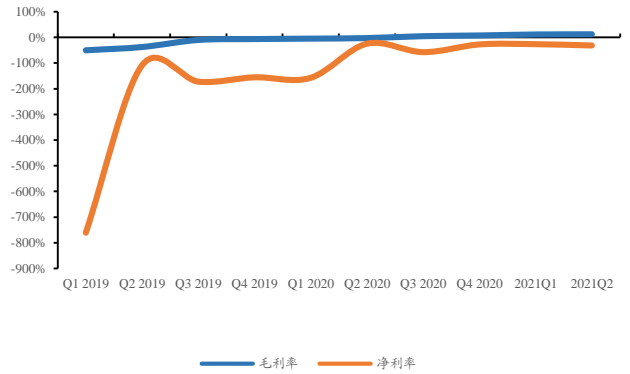
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36: 小鹏汽车分季度归母净利润与销售净利率 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

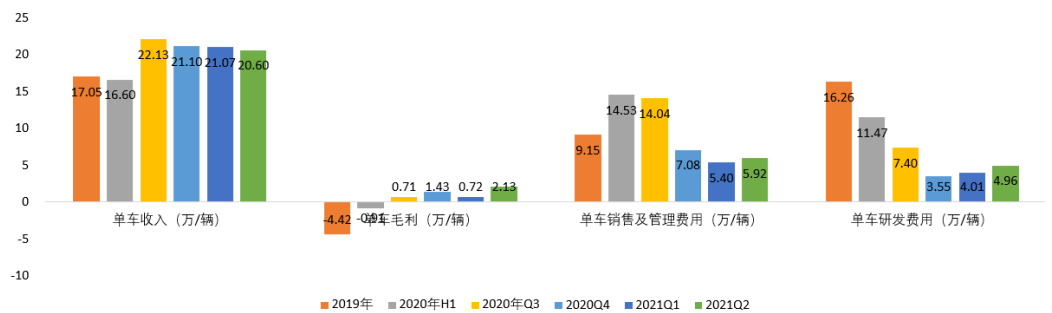
图 37: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率变化 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

单车毛利大幅提升, 单车研发费用环比持续升高。2021Q2 单车平均售价 20.60 万元/辆, 同比上升 22.93%, 环比微降 2.21%; 单车成本 18.34 万元/辆, 同比上升 3.66%, 环比下降 3.19%, 单车毛利 2.13 万元/辆, 同比大幅上升 328.95%, 环比上升 196.37%; 电动车快速上量摊薄费用, 单车研发费用 4.96 万/辆, 同比下滑 49.78%, 环比上升 23.73%; 单车销售管理费用 5.92 万/辆, 同比下滑 59.9%, 环比上升 9.65%。

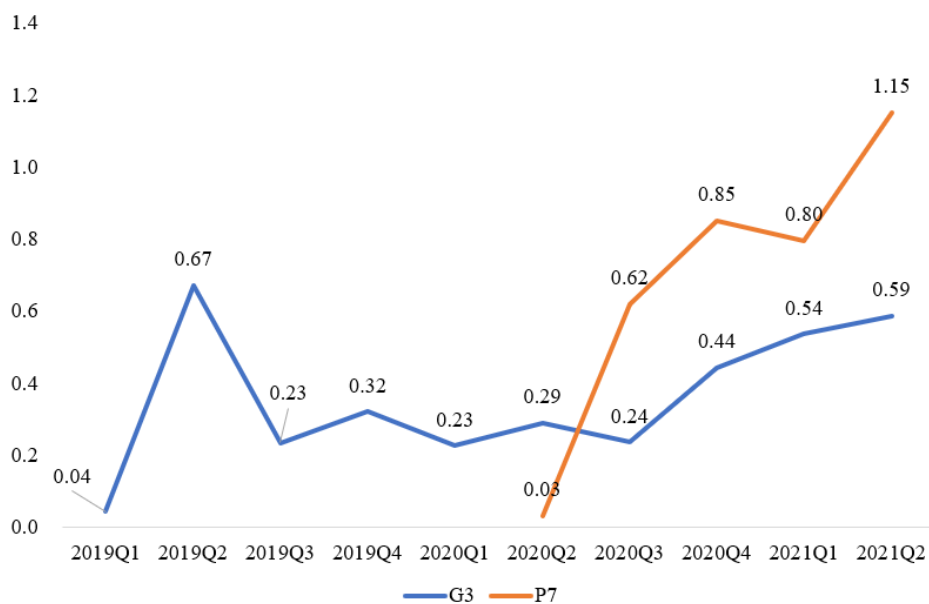
图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Q2 汽车交付创新高, Q3 汽车销量预计继续升高。小鹏 2021Q2 交付量创新高, 共交付 17398 辆车, 同比增长 439.0%, 环比增长 30.4%, 超此前指引上限 1.6 万辆, 其中 G3 交付量达 5876 辆, 同比上升 102.4%, 环比上升 9.5%, P7 交付量达 1.15 万辆, 同比大增 3445.2%, 环比增 44.5%, 销量占比 66.2%。Q3 汽车公司预计销售 2.15-2.25 万辆, 同比增 152.9%-164.7%, 环比增 23.6%-29.3%, 其中 7-8 月份销售 1.52 万辆, 9 月份预计销售 0.62-0.72 万辆, 我们预计有望进一步超预期。

图 39: 小鹏 P7 与 G3 季度交付量 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

XPILOT 渗透率达 25%，XPILOT3.5 即将退出。截至 6 月底，小鹏汽车 XPILOT 3.0 的软件渗透率达 25%。在截至 6 月底累计交付的近 3.5 万辆 P7 中，已经有近 8000 辆配备了 XPILOT 3.0。在 6 月，高速 NGP 辅助用户驾驶约 145 万公里的高速公路里程，NGP 里程渗透率超过 60%，NGP 的月均使用率超过 65%。公司预计在 2022 年初推出 XPILOT3.5，以及之后推出基于下一代智能辅助驾驶硬件平台的 XPILOT 4.0，公司计划自 2023 年开始，每年至少推出 2-3 款新车型，且全部支持 XPILOT 4.0，新车型将同时支持国际市场，无论是硬件、软件还是服务。

推出 VPA 停车场记忆泊车功能，完成客户最后一公里的泊车服务。VPA 记忆泊车，不依赖 GPS 信号，通过车辆自身传感器对停车场环境进行扫描感知，构建停车场语义地图，最终依靠 IMU 惯性导航匹配算法，实现车辆高精度定位（官方表示为厘米级），完成客户最后一公里的自主泊车服务。当前适用车型为具备 XPILOT 3.0 系统的小鹏 P7 智尊版和鹏翼版。使用场地则要求有划线车位的地下停车场。

新车型发布，打开销量增长空间。Q2 小鹏推出了两款车，小鹏 G3 中期改款车型 G3i 和旗下第三款车小鹏 P5。其中，G3i 即将在 9 月展开大规模交付，小鹏 P5 在 9 月 15 日正式上市，共有 460G、460E、550G、550E、550P、600P 等六款车型，预计 10 月底启动交付，补贴后价格区间 15.79-22.39 万元。小鹏 P5 搭载全新的 XPILOT 3.5 智能辅助驾驶系统，成为全球首款激光雷达量产车。

图 40: 小鹏新车型发布

智·潮都市SUV
小鹏G3i正式发布

将于**今年9月**开启交付





百变舒适 智能家轿
小鹏P5开启预售

价格区间**16-23**万元
将于**2021年9月**上市
并于**2021年第四季度**交付

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

肇庆工厂产能翻倍扩建, 广州工厂进展顺利。随着 G3i 和 P5 车型在肇庆工厂相继投产, 肇庆工厂已经开始 P7、G3i 和 P5 三款车的并线生产。从 8 月开始, 肇庆工厂已经进行每天两班的生产安排, 并于 8 月 18 日启动肇庆工厂的二期扩建项目。公司预计 2022 年上半年内, 肇庆工厂的设计产能能够从现在的 10 万辆/年提高到超过 20 万辆/年。此外, 小鹏汽车广州工厂的建设进展顺利, 公司预计 2022Q1 主体结构可以完工, Q3 可以正式开始量产。

公司加快海外布局。截至 6 月底, 小鹏汽车出口至挪威的 G3 接近 500 辆。公司 2021 年 8 月开始向挪威出口 P7, 同时继续积极在挪威乃至欧洲市场布局, 不断完善在当地的销售、交付和服务体系。在国际化方面, 小鹏汽车的目标是, 在 2020-2022 三年内, 完成海外市场 (包括左舵市场和右舵市场) 的基础布局, 并在 2023 年开始, 通过多款支持 XPILOT4.0 的全球化车型进入加速发展期。

5. 投资建议

我们全面看好锂电中游和上游锂资源龙头，22年隔膜、铜箔、石墨化偏紧，锂价格可能超市场预期，高镍、碳纳米管需求加速，我们继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲美国电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、容百科技、恩捷股份、璞泰来、天赐材料、中伟股份、新宙邦、科达利、宏发股份、汇川技术、三花智控、当升科技、欣旺达）；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、永兴材料，及二线锂资源公司，融捷股份、江特电机、天华超净等）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、德方纳米、天奈科技、星源材质、诺德股份，关注中科电气、嘉元科技、国轩高科）。

6. 风险提示

销量不及市场预期。特斯拉以及造车新势力或有可能受到行业芯片供给等影响，导致销量低于市场预期；

政策不及市场预期。新能源汽车政策的发展如果之后发生变化，有可能影响行业未来发展；

竞争加剧。造车新势力与特斯拉的竞争未来或有可能进一步加剧。

备注：如无特殊说明，本文相关数据的货币单位均为人民币。

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>