

行业研究

3Q21 特斯拉与新势力交付量超预期，撬动估值体系重构

——特斯拉与新势力销量跟踪报告

要点

3Q21 特斯拉全球交付量略超预期：3Q21 特斯拉全球交付量公布，同环比分别增长 73%与 20%至 24.1 万辆（vs. 我们预期约 23 万辆）；其中，Model S/X 同比下降 39%但环比增长 391%至 9,275 辆（2021/6 美国工厂 Model S Plaid 开启交付），Model 3/Y 同环比分别增长 87%与 16%至 23.2 万辆（交付量占比约 96.2%）。我们判断，1) 预计 3Q21 Model 3/Y 国内工厂交付量（零售+出口）有望首次超越美国工厂（我们预计有望达 12+万辆 vs. 预计美国工厂约 10 万辆）；2) 持续看好全球电动车需求释放，美国+欧洲出口驱动的交付量结构改善、以及国产 Model Y 标准续航上市驱动的国内交付量爬坡前景，维持 2021E 特斯拉全球交付量 90+万辆预测。

3Q21 新势力交付量均超指引上限，9 月蔚来/小鹏首次破万辆：1) 3Q21 蔚来交付量同环比分别增长 100%与 12%至 2.4 万辆（vs. 3Q21 下修后的指引约 2.25-2.35 万辆）；其中，9 月同环比分别增长 126%与 81%至 1.1 万辆（ES6/EC6 约 5,260/3,390 辆，占比约 49%/32%）。2) 3Q21 小鹏交付量同环比分别增长 199%与 48%至 2.6 万辆（vs. 3Q21 指引约 2.15-2.25 万辆）；其中，9 月同环比分别增长 199%与 44%至 1.0 万辆（P7 约 7,512 辆，占比约 72%）。3) 3Q21 理想交付量同环比分别增长 190%与 43%至 2.5 万辆（vs. 3Q21 下修后的指引约 2.45 万辆）；其中，9 月同比增长 103%但环比下降 25%至 7,094 辆。

受产品结构/供应链短缺不同程度影响，新势力短期表现或将分化：我们预计 1) 9 月蔚来交付量破万，主要得益于累计未交付订单加速转换（8 月受南京疫情影响导致主力车型 ES6/EC6 合计交付量环比下降 34% vs. 9 月环比增加 109%）；2) 9 月小鹏交付量破万，主要得益于主力车型 P7 持续爬坡、以及改款车型提振（9 月 G3i 开启交付）；3) 9 月理想交付量环比回落，主要受制于毫米波雷达芯片供应链短缺影响（新款 One 新增 4 个角毫米波雷达）。从车型结构与受供应链影响程度来看，我们基于新势力短期销量爬坡依次排序为小鹏（2021/10 P5 正式开启交付）、蔚来（芯片短缺或导致 Orin/新车型 ET7 交付延迟）、以及理想。

销量规模是核心，战略/理念/人才/组织架构是决定性因素：特斯拉引领全球智能电动化趋势，新势力处于用户定位范围扩大（车型定价或逐步下切），传统车企尚处于高端智能电动车子品牌成立初期。我们判断，智能电动化是长期过程，战略、理念、人才、以及组织架构是导致技术驱动产品力/销量规模差异的决定性因素。传统车企方面，推荐吉利汽车、以及长城汽车，建议关注比亚迪；特斯拉与新势力方面，推荐特斯拉，建议长期关注理想。

风险分析：芯片短缺缓解不及预期；原材料价格上涨；行业需求不及预期；新车型上市不及预期；换代/新车型销量与毛利率爬坡不及预期；成本费用控制不及预期，疫情反复，市场/金融风险。

汽车和汽车零部件
买入（维持）

作者

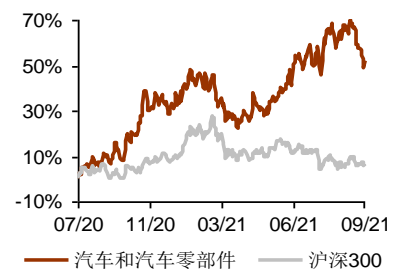
分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

下游销量再超预期，中游扩产持续——智能电动汽车产业 2021 年 8 月月报（2021-09-24）

8 月乘用车新能源渗透率近 20%，电动智能化提速前进正当时——2021 年 8 月汽车销量跟踪报告（2021-09-13）

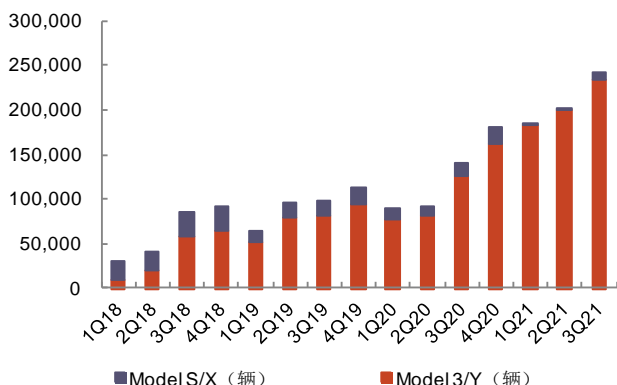
8 月销量分化，新能源渗透率加速抬升——汽车和汽车零配件行业 8 月乘联会数据跟踪报告（2021-09-09）

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (市场货币)	EPS (财报货币)			PE (X)			投资 评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
0175.HK	吉利汽车	22.35	0.56	0.69	0.94	33	27	20	买入
2333.HK	长城汽车	28.70	0.58	0.92	1.36	41	26	18	增持
TSLA.O	特斯拉	775.48	2.24	5.85	8.41	346	133	92	买入

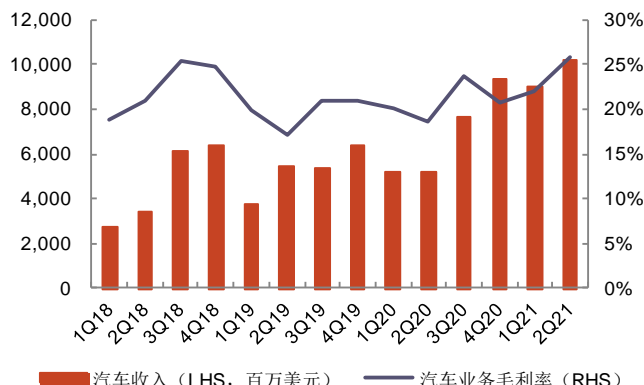
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-30；汇率按 1HKD=0.83306CNY 换算

图 1: 1Q18-3Q21 特斯拉全球交付量



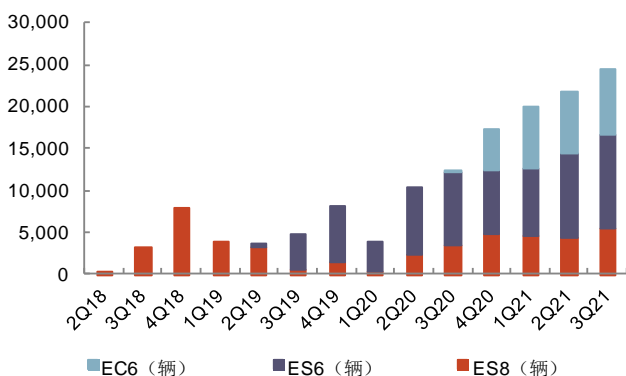
资料来源: 公司公告

图 2: 1Q18-2Q21 特斯拉汽车收入与汽车业务毛利率



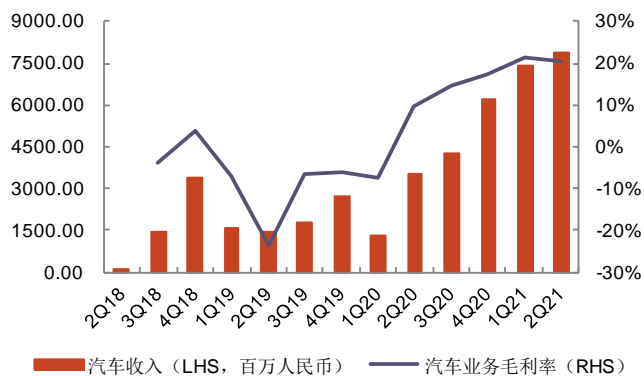
资料来源: 公司公告

图 3: 2Q18-3Q21 蔚来交付量



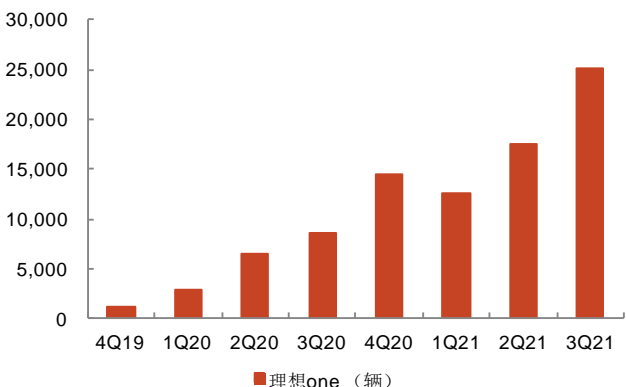
资料来源: 公司公告

图 4: 2Q18-2Q21 蔚来汽车收入与汽车业务毛利率



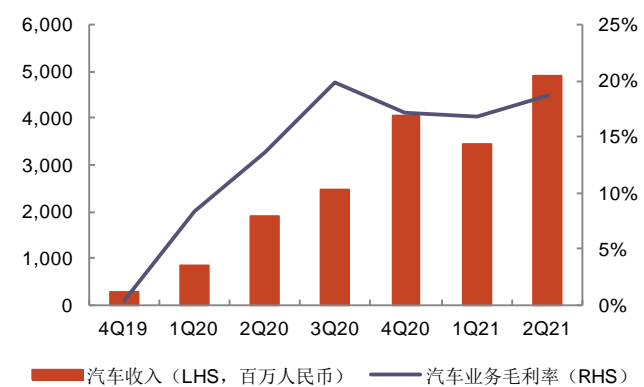
资料来源: 公司公告

图 5: 4Q19-3Q21 理想交付量



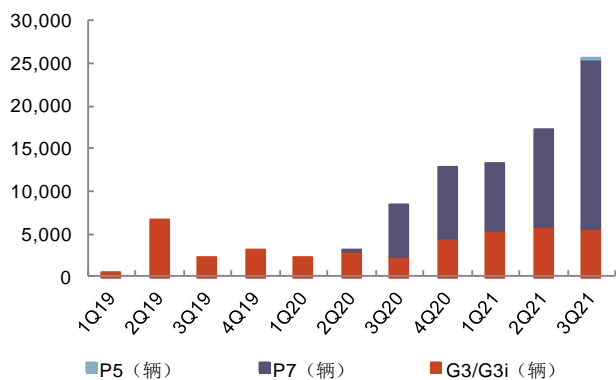
资料来源: 公司公告

图 6: 4Q19-2Q21 理想汽车收入与汽车业务毛利率



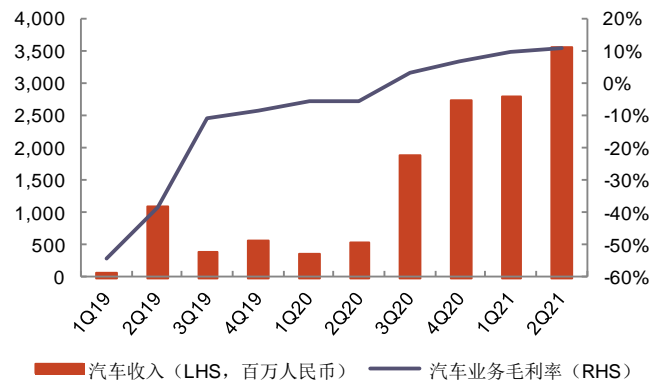
资料来源: 公司公告

图 7: 1Q19-3Q21 小鹏交付量



资料来源: 公司公告

图 8: 1Q19-2Q21 小鹏汽车收入与汽车业务毛利率



资料来源: 公司公告

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE