

新势力研究系列

研发投入提速导致蔚来净亏损持续扩大

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*汽车*特斯拉研究系列——特斯拉加速兑现多项创新点》

2021-10-17

《行业月报*汽车*月酝知风—新能源产销再创新高，海外市场带来新增量》

2021-10-14

《行业深度报告*汽车*造车新势力研究系列——造车新势力距盈利还有多远？》

2021-09-30

《行业月报*汽车*月酝知风—自主品牌开启2025战略，欧系车企加快电动转型速度》

2021-09-12

《行业动态跟踪报告*汽车*新国潮系列——比亚迪发布e3.0平台，欲成下一代电动车摇篮》

2021-09-10

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号

S1060511010006

BQV509

WANGDEAN002@pingan.com.cn



事项：

蔚来发布2021年三季度财报，三季度蔚来实现总营收98亿元，同环比分别增加117%/16%。三季度蔚来净亏损为8.4亿元，同比收窄20%，环比扩大42%。

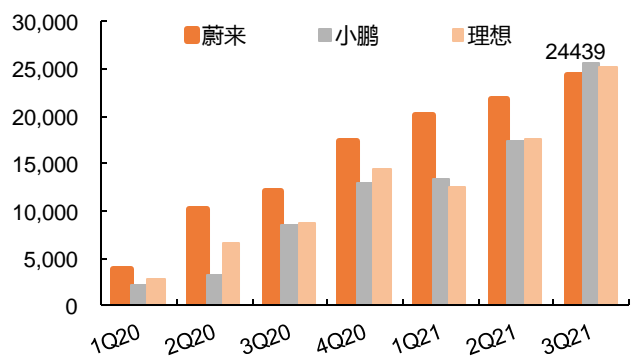
平安观点：

- **三季度蔚来整车销量24439台，整车业务毛利率为18%。**三季度蔚来整车销量突破2.4万台，同环比分别增加100.2%/11.6%。在销量结构方面，三季度ES8、ES6、EC6销量分别达到5418/11271/7750辆。三季度蔚来整车业务营收达到86亿元，对应单车营收35.3万元。三季度整车业务毛利率为18%，环比二季度降低2.3个百分点，蔚来在电话会议指出一方面是公司加快现有产品迭代速度，导致现有产品摊销折旧周期比原计划短，从而出现单车摊销折旧成本的增加。蔚来李斌表示，如果年产量达到30万台，蔚来整车业务毛利率目标设定在25%左右。
- **研发费用，销售、行政及一般管理费用增加导致三季度亏损扩大。**三季度蔚来研发费用11.9亿元，相比二季度增加约3.1亿元。三季度销售、行政及一般费用达到18.2亿元，相比二季度增加约3.3亿元。研发费用的增加主要是由于研发人员的增加以及ET2.0车型和自动驾驶技术的研发所致，销售、行政及一般管理费用主要是由于销售人员成本增加和销售服务网络扩张所致，费用的增加导致蔚来三季度净亏损环比扩大约42%。
- **预计四季度亏损还将继续扩大。**蔚来四季度交付指引为23500~25500台，与三季度基本持平，10月份由于生产线改造升级仅交付3667台，预计11月、12月交付量将恢复到万台规模。蔚来2021年研发人员增加了一倍，前三季度研发费用约27.6亿元，根据公司规划，四季度研发费用还会有较大增长。蔚来此前规划2021年研发费用将达到50亿元，据此测算，四季度蔚来的研发费用将达到22.4亿元，因此我们认为四季度大幅增加的研發費用將導致虧損繼續擴大。
- **2022年推出三款NT2.0车型。**首款NT2.0车型ET7将于2022年一季度交付，另外两款NT2.0车型将于2022年下半年交付，根据此前蔚来透露的产品规划，其中有一款车型售价将会低于目前蔚来所有车型的售价。蔚来ES8已经开始在挪威交付，2022年蔚来将至少进入欧洲五个国家，并交付NT2.0车型。
- **现金储备充足，持续研发与服务投入。**截至三季度末，蔚来现金储备约470亿元，蔚来将进一步加大在产品研发、产能提升、充换电以及销售服务网络上的投入。

10 月份江淮蔚来合肥先进制造基地生产线完成阶段性升级,同时蔚来位于合肥新桥智能电动汽车产业园的新工厂也将于 2022 年三季度投入运营, 届时蔚来的年产能规模将达到 60 万台。

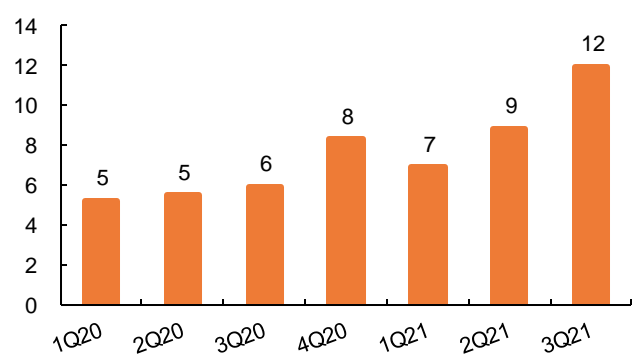
- 投资建议:** 头部造车新势力已经完成从 0 到 1 的起步阶段, 已经进入快速成长期。在快速成长阶段, 其投放的产品能否迅速扩大规模成为其在未来竞争中胜出的关键因素。新势力车型规模有限, 盈利来源比较单一, 未来一段时间内还将处于持续的高投入期, 短期内净亏损的局面可能不会得到改善。另外随着保有量的日趋扩大, 还可能对品牌造成负面影响的黑天鹅事件。目前阶段我们更看好转型迅速且兼具规模效应及造血能力的龙头自主车企, 龙头自主品牌近几年抓住产业转型机遇, 品牌向上发力, 量、价、盈利能力均迎来上升通道, 龙头自主车企未来几年差异化的车型战略、组合拳式的新车型推出是目前造车新势力还不具备的能力。强烈推荐长城汽车 (2333.HK), 推荐吉利汽车 (0175.HK), 同时建议密切关注造车新势力的发展动态。
- 风险提示:** 1) 芯片等核心零部件短缺将直接影响公司的交付量; 2) 新势力目前规模有限, 盈利来源单一, 且高投入的状态还将持续, 公司基本面可能会恶化; 3) 市场竞争加剧, 新推出的车型销量不及预期。

图表1 新势力季度交付数据 单位: 辆



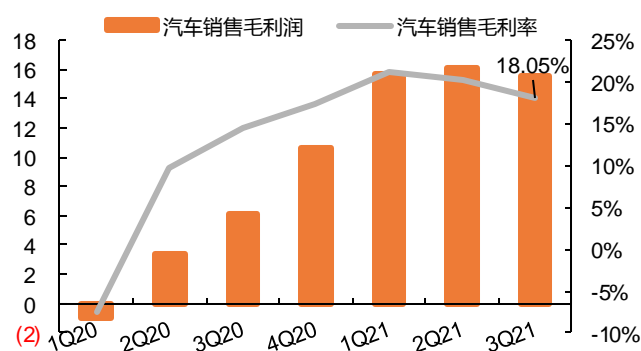
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表2 蔚来季度研发费用 单位: 亿元



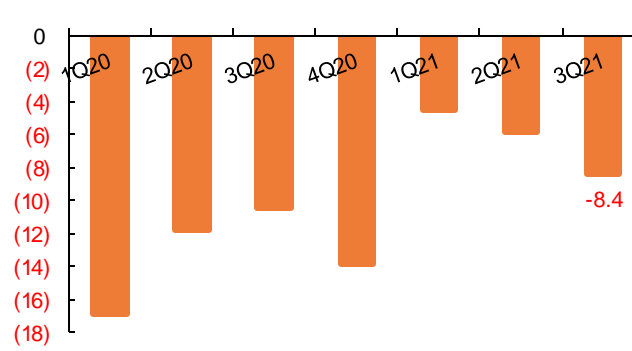
资料来源: 公司财报、平安证券研究所

图表3 蔚来汽车销售毛利润&毛利率 单位: 亿元、%



资料来源: 公司财报、平安证券研究所

图表4 蔚来季度净亏损 单位: 亿元



资料来源: 公司财报、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033