

行业研究

11月小鹏理想交付量超预期，12月新势力或达全年订单峰值

——新势力销量跟踪报告

要点

11月新势力销量数据公布，同环比均实现高速增长：1) 11月小鹏汽车销量同环比增长270%/54%至15,613辆；其中，P7同环比增长187%/30%至7,839辆（占比约50%），G3/G3i同环比增长272%/52%至5,546辆（占比约36%）创单月交付量新高，P5环比增加410%至2,228辆（占比约14%）。2) 11月理想汽车销量同环比增长190%/76%至13,485辆，单月销量破万。3) 11月蔚来汽车销量同环比增加106%/197%至10,878辆；其中，ES6同环比增加98%/86%至4,713辆（占比约43%），ES8同环比增加93%/1,131%至2,683辆（占比约25%），EC6同比增长129%/278%至3,482辆（占比约32%）。4) 4Q21E小鹏/理想/蔚来新车交付量指引分别为3.45-3.65万辆/3.0-3.2万辆/2.34-2.55万辆。

小鹏/理想超预期，蔚来符合预期：我们判断11月新势力交付量破万，符合预期；主要由于芯片短缺逐步缓解，消化前期积压留存订单与部分近期新增订单。其中，小鹏/理想超预期，主要由于毫米波雷达芯片短缺减弱影响、以及供应链交付表现超预期（小鹏通过免费赠送软件包/理想通过免费赠送积分等方式进行额外补偿，推出先交付3雷达车型再补装2雷达的方案）。我们预计，1) 受益于行业2C需求持续释放、叠加年底旺季/补贴退坡导致的反向促单，2021/12新势力有望迎来全年订单峰值；2) 当前电池/芯片等供应链瓶颈仍是制约交付量的主要因素；3) 持续看好行业渗透率抬升、以及新势力交付量稳健爬坡前景；基于车型爬坡节奏，预计2022E新势力交付量依次排序分别为小鹏、蔚来、以及理想。

三季度业绩公布，理想成本控制最佳：3Q21蔚来交付量约2.4万辆，总收入约人民币98.1亿元（整车ASP约人民币35.3万元），整车毛利率18.0%，Non-GAAP归母亏损约人民币5.7亿元；3Q21小鹏交付量近2.6万辆，总收入约人民币57.2亿元（整车ASP约人民币21.3万元），整车毛利率13.6%，Non-GAAP归母亏损约人民币14.9亿元；3Q21理想交付量约2.5万辆，总收入约人民币77.8亿元（整车ASP约人民币29.4万元），整车毛利率21.1%，Non-GAAP归母盈利约人民币3.4亿元。我们判断，当前理想具有更佳的成本控制、以及用户画像对应的精准车型定位，或为向上预期差最大的新势力之一。

销量规模是核心，战略/理念/人才/组织架构是决定性因素：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。我们持续看好国内新能源汽车渗透率稳步抬升前景，预计2021E/2022E国内新能源乘用车销量分别约320-330万辆/500万辆；传统车企方面，推荐长城汽车、以及吉利汽车，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，持续融资导致的摊薄风险。

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@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

智能电动化加速布局，自主纯电与插混全面切入
——汽车和汽车零部件行业广州车展跟踪报告
(2021-11-21)

10月新能源汽车产销同比翻倍，均创历史新高
——2021年10月汽车销量跟踪报告
(2021-11-15)

和时间赛跑，与爆发力同行

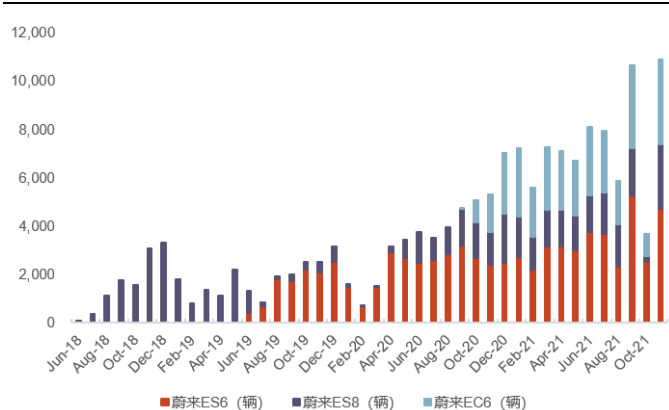
——汽车行业2022年投资策略(2021-10-28)

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	
601633.SH	长城汽车	57.87	0.58	0.76	1.17	99	76	49	增持
2333.HK	长城汽车	32.25	0.58	0.76	1.17	46	35	23	增持
0175.HK	吉利汽车	23.00	0.56	0.69	0.94	34	27	20	买入
TSLA.O	特斯拉	1,144.76	2.24	6.15	8.70	511	186	132	买入

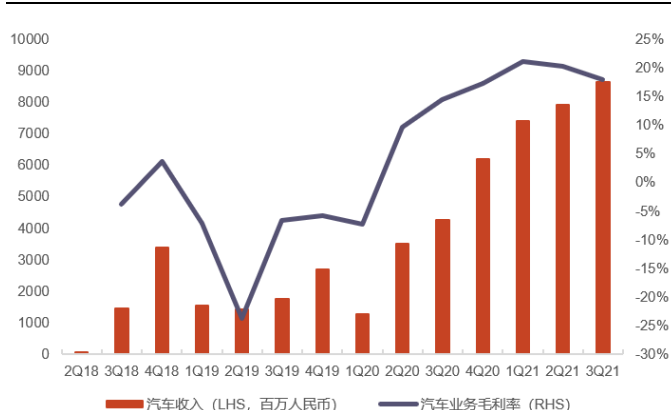
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2021-12-01（美股为2021-11-30）；汇率按1HKD=0.81681CNY换算

图 1: 2018/6-2021/11 蔚来交付量



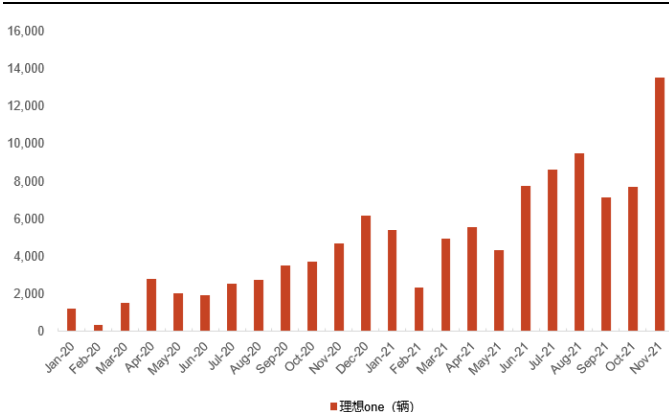
资料来源: 公司公告

图 2: 2Q18-3Q21 蔚来汽车收入与汽车业务毛利率



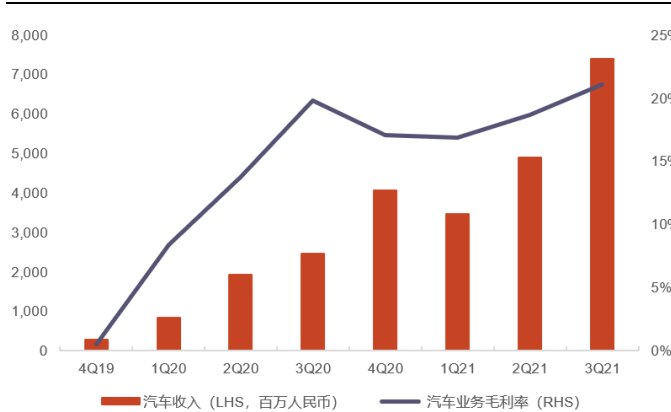
资料来源: 公司公告

图 3: 2020/1-2021/11 理想交付量



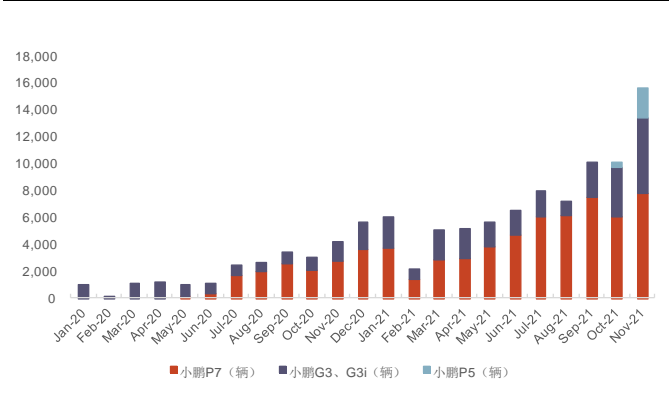
资料来源: 公司公告

图 4: 4Q19-3Q21 理想汽车收入与汽车业务毛利率



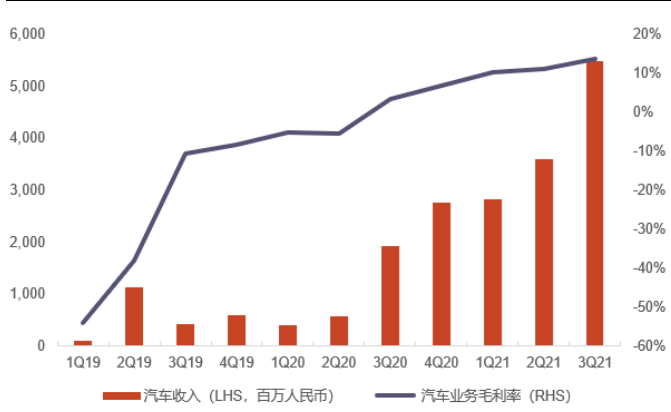
资料来源: 公司公告

图 5: 2020/1-2021/11 小鹏交付量



资料来源: 公司公告

图 6: 1Q19-3Q21 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