

## 电气设备行业专题报告

# 特斯拉及造车新势力三季报: 盈利能力提升, 交付量持续高增, 新车型打开增长空间 增持(维持)

2021年12月09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

- **特斯拉连续九季度实现盈利, 净利润创新高:** 特斯拉 2021Q3 营收 137.57 亿美元, 同比大增 57%, 环比提升 15%, 主要受益于车辆销量增长和成本下降。GAAP 准则下净利润为 16.18 亿美元, 创历史新高, 2020 年同期为 3.31 亿美元, 同比大增 389%, 连续第 9 个季度实现盈利, 环比增长 42%; 营业利润率达 14.6%、实现较高盈利水平, 同比增长 5pct, 环比增长 3.6pct。此外, 比特币减值损失约 5100 万美金。特斯拉 2021 年 Q3 交付 24.1 万辆, 同环比+73.2%/+19.9%, 符合市场预期, 特斯拉长期(2030 年)销量目标为 2000 万辆, 体现增长信心。产能方面, 我们预计 2021 年有效产能约 160 万辆, 2022 年产能进一步扩张至 245 万辆。自制电池正于加州工厂试生产, 我们预计 2022 年大规模量产, 产能达 8GWh。
- **蔚来 Q3 毛利率环比提升, 高端车型持续放量:** 蔚来 2021Q3 营收 98.05 亿元人民币, 同比大幅提升 117%, 毛利率 20%, 同环比+7pct/+2pct; 归母净亏损为 28.59 亿元人民币, 同比增长 141%, 环比增长 334%, 主要由股权激励费用上升导致。扣除股权激励费用, 2021Q3 净亏损为 5.697 亿元人民币, 同比收窄 42.9%, 环比增加 69.7%。2021Q3 蔚来销售 2.44 万辆, ES6 为 Q3 主要增量车型, 公司预计 Q4 交付 2.35-2.55 万辆, 对应 11-12 月份单月破万量预期, 需求端持续高景气。2021Q3, 公司中国区已有 32 家 NIO House 与 285 家 NIO Space, 2021Q3 新增 7 家 NIO House 与 42 家 NIO Space, 覆盖 132 个城市。
- **理想 Q3 交付量符合此前指引, 业绩超出市场预期。** 2021Q3 营收 77.75 亿元, 同比+209.6%, 环比+54.3%, 2021Q3 毛利率为 23.3%, 归母净亏损 0.22 亿元, 较 2021Q2 收窄 90.9%。2021Q3 交付 2.51 万辆, 同环比+190%/+43%, 符合此前 2.5-2.6 万辆指引, 公司预计 2021Q4 交付量将提升至 3.0-3.2 万辆, 其中 11 月份交付量超 1 万辆。理想汽车全球旗舰工厂落户顺义区, 已于 10 月开工建设, 公司计划 2023 年投入运营, 产能扩张为后续 BEV 车型做好准备, 投产后一期将实现年产 10 万台纯电动汽车的产能。
- **小鹏 Q3 交付创新高, 新车型打开销量增长空间。** 小鹏 2021Q3 营收 57.2 亿元, 同比大幅提升 187%; 毛利率继续增长至 14.4%, 环比提升 2.5pct, 净亏损 15.95 亿元, 相比去年同期亏损扩大 38.8%, 环比扩大 33.5%。Q3 交付量创新高, 共交付 25666 辆车, 同环比+199.2%/47.5%, 超此前指引上限, Q4 汽车公司预计销售 3.45 至 3.65 万辆, 环比增 34.4%-44.2%。随着 P5 和 G3i 近期上市并交付, 截至 2021 年 Q3 末, 小鹏共有三款车型实现了规模交付。11 月广州车展小鹏发布 G9 豪华大型 SUV, 为首款搭载 XPiLOT 4.0 功能的量产车型。
- **投资建议:** 国内 11 月乘用车批发 42.9 万, 同环比+132%/18%, 超市场预期, 我们预计 2021 年国内销量将超 345 万辆。同时, 2022 年为新势力换代车型周期大年, 各家销量有望翻番。我们预计 2022 年国内销量 550 万辆+, 同增 60%+。看好明年盈利修复的电池环节, 长期格局最好, 明年需求还有储能加持, 龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪, 二线蔚蓝锂芯(关注), 其次为近期受益于电池技术升级高镍三元正极(容百科技、华友钴业、当升科技、中伟股份)、结构件(科达利)、添加剂(天奈科技); 再次为明年持续紧缺的负极(璞泰来)、铜箔(嘉元科技(关注)、诺德股份), 隔膜(恩捷股份)、碳酸锂(赣锋锂业(关注)、天齐锂业(关注)), 电解液(天赐材料、新宙邦)等。
- **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、《电气设备新能源行业周报: 国内 11 月电动车销量亮眼, 硅片降价推动排产上行可期》2021-12-05
- 2、《电气设备新能源行业周报: 电动车 22 年补贴资金下达, 国内户用光伏安全标准拟提高》2021-11-28
- 3、《电气设备: 海外动力电池 21Q3 财报点评: 业绩环比持平微增, 盈利水平基本稳定》2021-11-28

## 内容目录

1. 特斯拉：业绩大幅提升，盈利持续向好 .....	5
2. 蔚来：Q3 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：Q3 加大研发投入，交付量符合市场预期 .....	22
4. 小鹏汽车：三季度单车毛利大幅度提升，汽车交付创新高 .....	26
5. 投资建议 .....	30
6. 风险提示 .....	30

## 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 (除积分影响) (万美元) .....	11
图 12: 单车毛利环比上涨 (除积分影响) (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 (万辆) .....	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 (万辆) .....	15
图 19: 特斯拉库存周转天数 (天) .....	15
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 2021Q4 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) .....	26
图 36: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率.....	27
图 37: 小鹏汽车分季度净利润和销售净利率.....	27
图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万元/辆) .....	27
图 39: 小鹏汽车分季度交付量 (辆) .....	28
图 40: 小鹏 G9.....	29

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) (截至 2021 年 Q3) .....	15
表 4: 特斯拉产能预测 (万辆) .....	16
表 5: 美国电动车政策梳理.....	16
表 6: 蔚来分季度分业务收入和毛利情况 (亿元) .....	18
表 7: 理想分季度分业务收入和毛利情况 (亿元) .....	22
表 8: 小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况 (亿元) .....	26

## 1. 特斯拉：业绩大幅提升，盈利持续向好

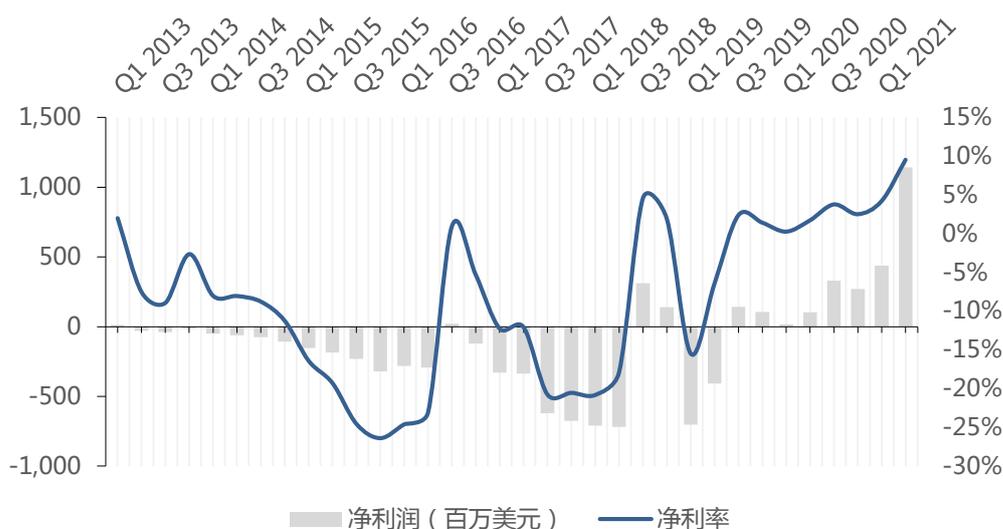
**特斯拉连续九季度实现盈利，净利润创新高：**特斯拉 2021Q3 营收 137.57 亿美元，同比大增 57%，环比提升 15%，主要受益于车辆销量增长和成本下降。GAAP 准则下净利润为 16.18 亿美元，创历史新高，2020 年同期为 3.31 亿美元，同比大增 389%，连续第 9 个季度实现盈利，环比增长 42%；非 GAAP 准则下（扣除股权激励费用影响）净利润 20.93 亿美元，同比增长 139.47%，环比增长 29.52%。营业利润率达 14.6%、实现较高盈利水平，同比增长 5pct，环比增长 3.6pct。此外，比特币减值损失约 5100 万美金。

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

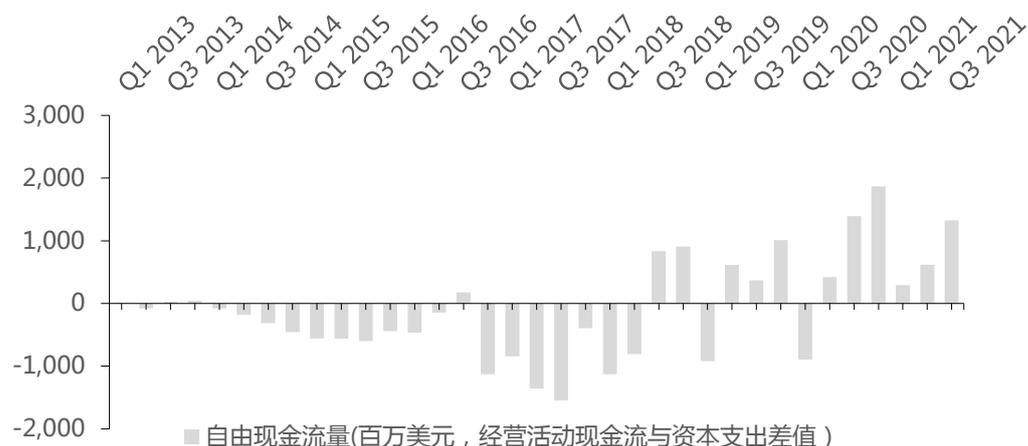
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 归母净利润和销售净利率 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

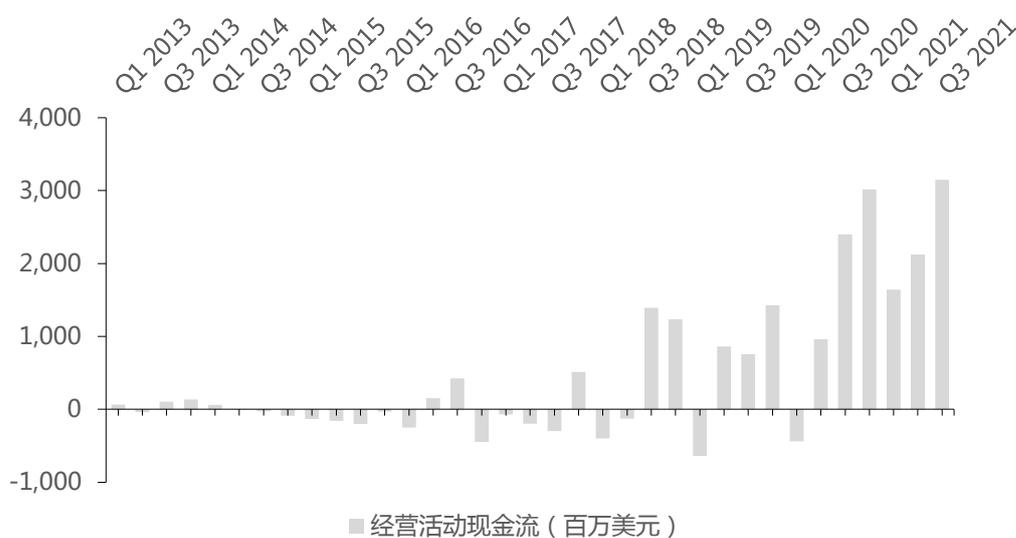
**2021Q3 自由现金流同环比提升, 资本开支显著增长:** 2021Q3 经营性现金流 31.47 亿美元, 同环比+31%/+48%; 资本开支为 18.19 亿美元, 同比+81%, 环比+20.9%, 投资主要用于柏林、德州产线建设。2021Q3 自由现金流 13.28 亿美元, 同比下降 4.8%, 环比提升 114.5%。截至 2021Q3 末, 公司在手现金 161 亿美元、环比有所下降, 主要受债务偿还和融资租赁支付合计约 15 亿美元影响。

图 4: 单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)



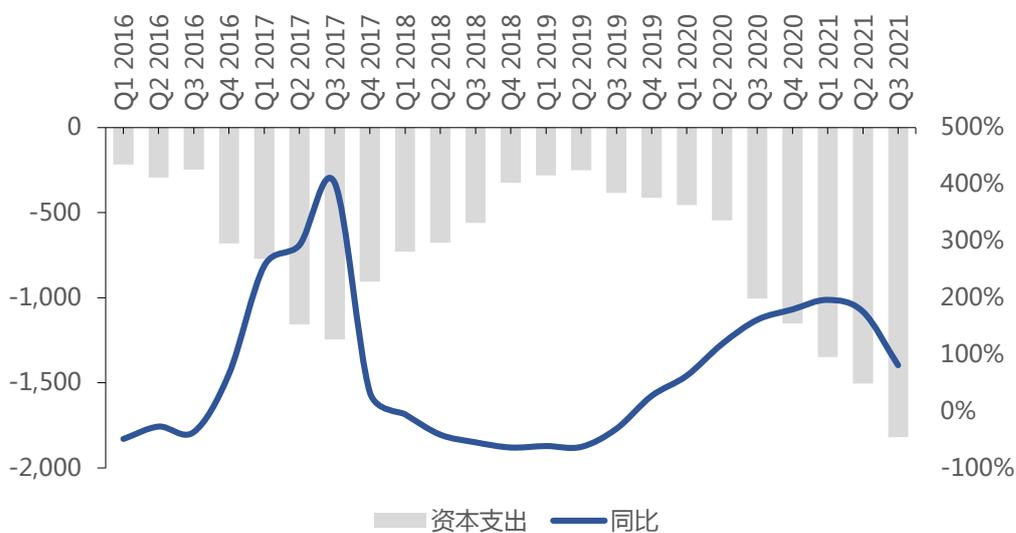
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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, 储能业务盈利能力相对改善:** 汽车业务 2021Q3 营业收入 120.6 亿美元, 其中汽车销售 116.7 亿美元, 同比增长 59%, 环比提升 18%, 毛利率提升至 30.17%, 同环比+3.15pct/+2.27pct, 扣除积分收入影响后 (收入 2.8 亿美元, 同环比 -30%/-21%), 毛利率 28.46%, 同比增长 5.6pct, 环比增长 3.2pct, 降本效果显著; 汽车租赁 3.9 亿美元, 同比+45%, 环比+16%。储能业务收入 8.1 亿美元, 同比+39%, 环比+1%, 储能业务毛利率 0.4%, 同比下滑 3.3pct, 环比下滑 2.1pct。服务相关业务收入 (售

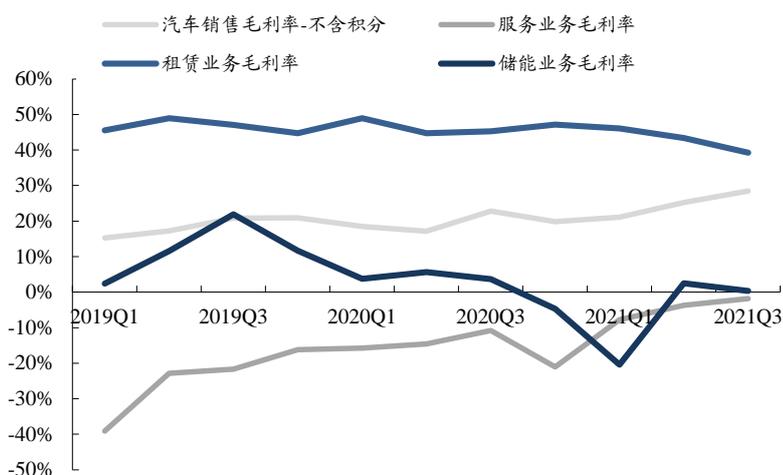
后车辆服务等业务) 8.9 亿美元, 同比+54%, 环比-6%, 毛利率-1.8%。

表 1: 特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
汽车销售	收入 (亿美元)	48.9	49.1	73.5	90.3	87.1	98.7	116.7
	-同比	39%	-5%	43%	47%	78%	101%	59%
	-环比	-20%	0%	50%	23%	-4%	13%	18%
	收入占比	82%	81%	84%	84%	84%	83%	85%
	成本 (亿美元)	37.0	37.1	53.6	69.2	64.6	71.2	81.5
	毛利 (亿美元)	11.9	12.0	19.9	21.1	22.5	27.6	35.2
	毛利率	24.40%	24.37%	27.02%	23.38%	25.82%	27.90%	30.17%
	汽车监管积分收入 (亿美元)	3.54	4.28	3.97	4.01	5.18	3.54	2.79
	收入-不含积分 (亿美元)	45.4	44.8	69.5	86.3	81.9	95.2	113.9
	-同比	38%	-11%	39%	44%	80%	112%	64%
	毛利-不含积分 (亿美元)	8.4	7.7	15.9	17.1	17.3	24.0	32.4
	毛利率-不含积分	18.51%	17.15%	22.85%	19.82%	21.13%	25.22%	28.46%
	产量合计 (万辆)	10.3	8.2	14.5	18.0	18.0	20.6	23.8
	销量合计 (万辆)	8.9	9.1	14.0	18.1	18.5	20.1	24.1
	-同比	40%	-5%	44%	61%	109%	121%	73%
	租赁销量	0.6	0.5	1.0	1.4	1.4	1.4	1.7
	销量合计 (万辆) -去除租赁	8.2	8.6	13.0	16.7	17.1	18.7	22.5
	Model3y	7.6	8.0	12.4	16.2	18.3	19.9	23.2
	Modelsx	1.2	1.1	1.5	1.9	0.2	0.2	0.9
	均价 (万美元/辆) -不含积分	5.5	5.2	5.4	5.2	4.8	5.1	5.1
平均毛利 (万美元/辆) -不含积分	0.9	0.8	1.1	0.9	0.9	1.2	1.3	
平均毛利率-不含积分	17.23%	16.26%	21.21%	18.32%	19.58%	23.40%	26.50%	
平均成本 (万美元/辆)	4.2	4.1	3.8	3.8	3.5	3.5	3.4	
服务及其他收入	收入 (亿美元)	5.6	4.9	5.8	6.8	8.9	9.5	8.9
	-同比	14%	-20%	6%	17%	59%	95%	54%
	收入占比	9%	8%	7%	6%	9%	8%	6%
	成本 (亿美元)	6.5	5.6	6.4	8.2	9.6	9.9	9.1
	毛利率	-15.7%	-14.6%	-10.8%	-21.1%	-7.7%	-3.7%	-1.8%
汽车租赁	收入 (亿美元)	2.4	2.7	2.7	2.8	3.0	3.3	3.9
	-同比	-9%	28%	20%	24%	24%	24%	45%
	收入占比	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
	成本 (亿美元)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6	1.9	2.3
毛利率	49.0%	44.8%	45.3%	47.1%	46.1%	43.4%	39.2%	
储能	收入 (亿美元)	2.9	3.7	5.8	7.5	4.9	8.0	8.1
	-同比	-34%	-8%	45%	71%	70%	116%	39%
	收入占比	5%	6%	7%	7%	5%	7%	6%
	成本 (亿美元)	2.8	3.5	5.6	7.9	6.0	7.8	8.0
	毛利率	3.8%	5.7%	3.6%	-4.7%	-20.4%	2.5%	0.4%
	太阳能装机 (MWh)	35	27	57	86	92	85	83
储能装机 (MWh)	260	419	759	1584	445	1274	1295	
合计	收入 (亿美元)	59.8	60.4	87.7	107.4	103.9	119.6	137.6
	-同比	32%	-5%	39%	45%	74%	98%	57%
	成本 (亿美元)	47	48	67	87	82	91	101
	毛利率	20.63%	21.11%	23.52%	19.23%	21.32%	24.12%	26.60%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

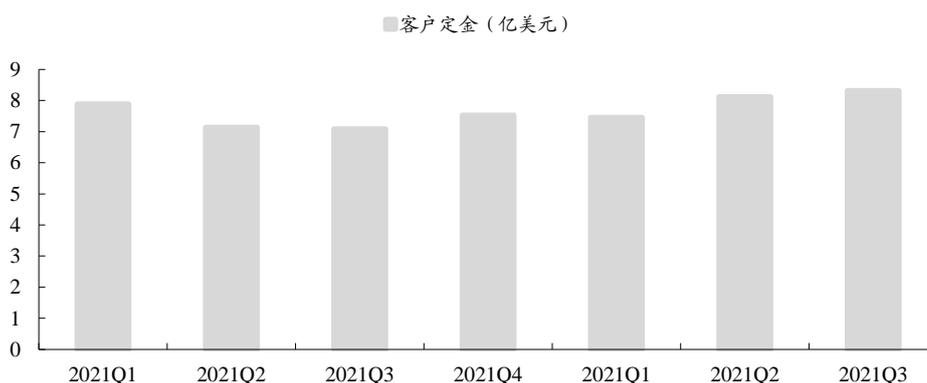
图 7: 特斯拉分业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

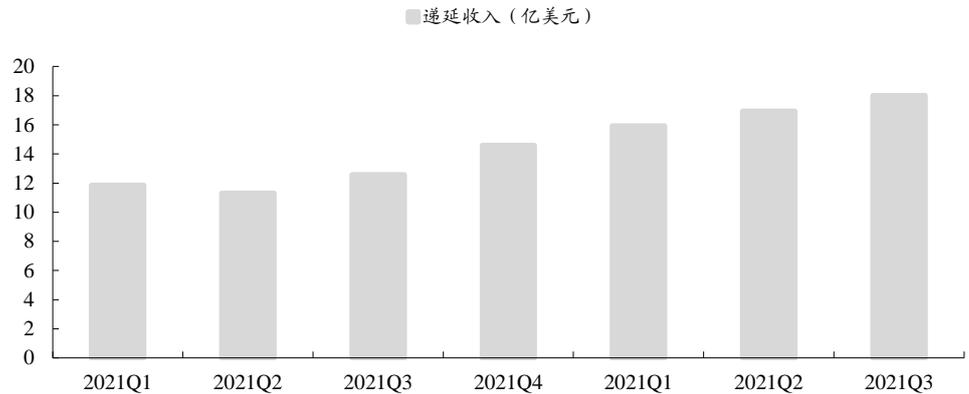
**在手订单维持高位, 2021 年递延收入有望超预期。**2021 年 Q3 客户定金为 8.31 亿美元, 较 Q2 8.12 亿美元环比提升 2.3%, 维持高位, 后续需求释放有保证。公司于 2020 年 10 月开始逐步推出 FSD beta 测试版, 且公司开发了神经网络训练计算机 Dojo 用于无监督的大规模算法训练, Musk 表示最新 FSD 具备“驾驶零干预”功能, 实现重大突破, 但由于该部分功能未全体推送, 所以尚未确认收入。截至 2021Q3 公司递延收入达 18.01 亿美元, 随着 beta 版的进一步完善, 且于 2021Q3 展示下一代神经网络训练芯片和人型机器人项目, 已经实现大量应用, 我们预计 2021 年软件递延收入将进一步增厚利润, 有望再超市场预期。

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

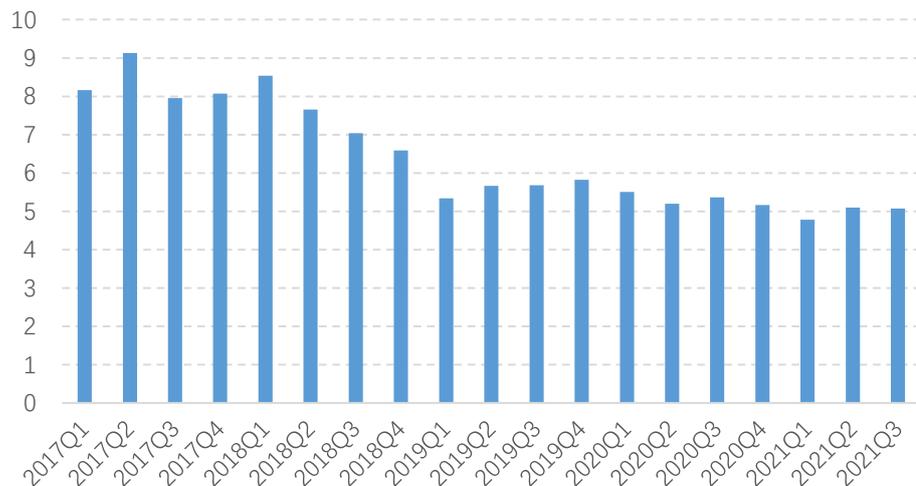
图 9: 特斯拉递延收入 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**2021Q3 单车售价同环比下降, 特斯拉 2021 年 3 月起产品陆续涨价。**2021 年 Q3 单车售价 (除去租赁和积分收入影响) 5.1 万美元/辆, 同环比 -5.5%/-0.5%。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。**2021 年 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, 23 日, Model 3 与 Model Y 长续航版本再提价 1000 美元, 这已是特斯拉 2021 年第 7 次涨价;**中国方面, 国产 Model Y 推出磷酸铁锂版, 价格降至 30 万元以内。**2021 年 7 月, 搭载磷酸铁锂电池的 Model Y 标准续航版本宣布上市, 售价 27.6 万元, 并于 8 月开始交付, 对定价更高的三元版造成挤压, Q3 单车售价环比微幅下调。

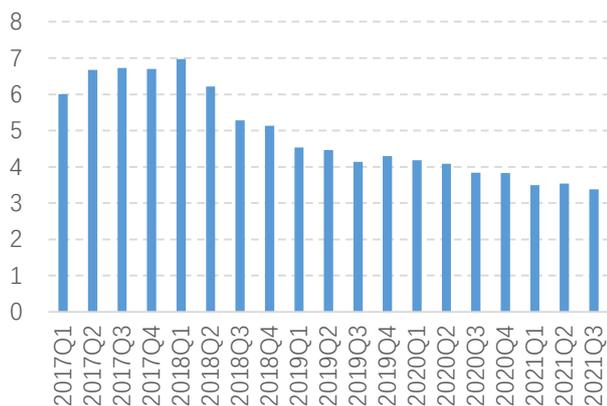
图 10: 特斯拉单车均价有所下降 (除去租赁和积分收入影响) (万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

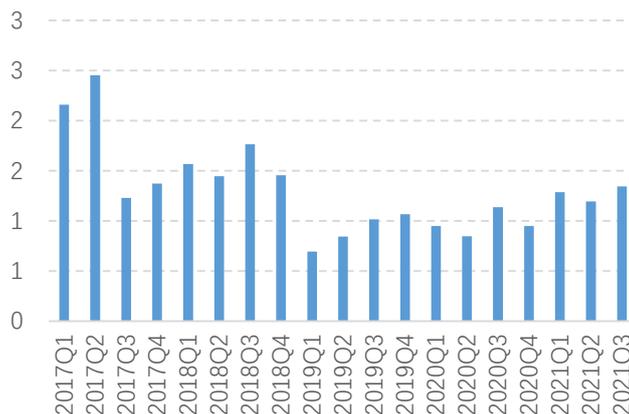
**2021Q3 单车成本同环比下降，毛利率稳中有升。**受供应链管控能力提升影响，Q3 单车成本 3.38 万美元/辆，同环比-12.1%/-4.5%，单车成本下降抵消单车售价微降对毛利的影响，Q3 单车毛利率 30.2%，同环比+3.2pct/+2.3pct。若扣除积分收入，单车毛利率 28.46%，同环比+5.6pct/+3.2pct。Q3 单车毛利为 1.46 万美元/辆，同环比+2.6%/+6.6%，若扣除积分收入影响，单车毛利达 1.34 万美元，同环比+18.1%/+12.6%。

图 11: 单车成本持续下降 (除积分影响) (万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 单车毛利环比上涨 (除积分影响) (万美元)

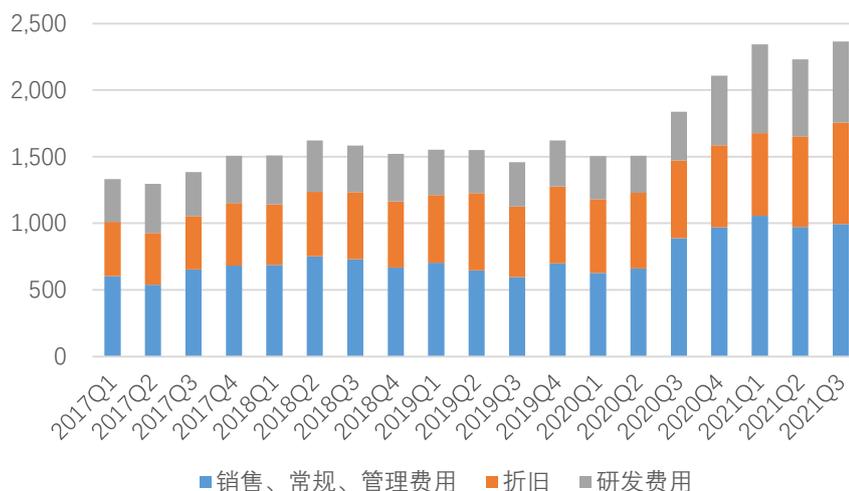


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**2021Q3 研发费用环比下降，销量高增长拉低单车指标。**2021Q3 单季度研发费用 6.11 亿美元，同比增长 66.9%，环比增长 6.1%，Q3 研发费用率 4.4%，同比增长 0.3pct，环比降低 0.4pct。Q3 销售、管理等常规费用合计 9.94 亿美元，同比增长 11.9%，环比增长 2.2%，费用率 7.2%，同比降 2.9pct，环比降 0.9pct。折旧费用 7.61 亿美元，同比增长 30.3%，环比增 11.7%。

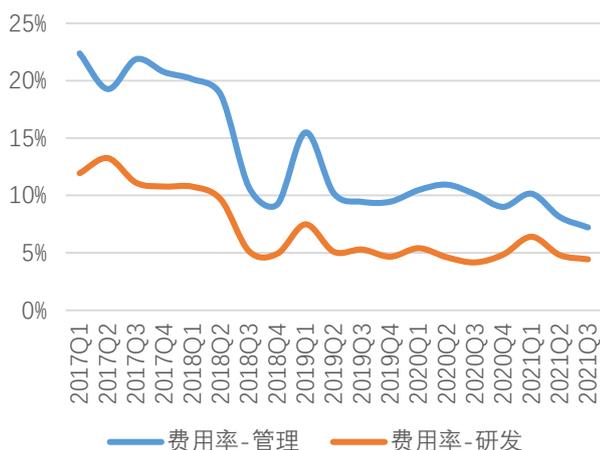
**单车指标来看，销量大增显著摊薄费用，后续仍存下降空间。**2021Q3 单车研发 0.25 万美元/辆，同比降低 3.5%，环比降低 11.5%；单车折旧 0.32 万美元/辆，同比降 24.6%，环比降 6.8%；单车销售、管理等费用 0.41 万美元/辆，同比降 35.3%，环比降 14.8%。后续下降空间主要来自中国工厂摊薄成本、本土化生产占比提升、以及全球销量的进一步突破。

图 13: 特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)



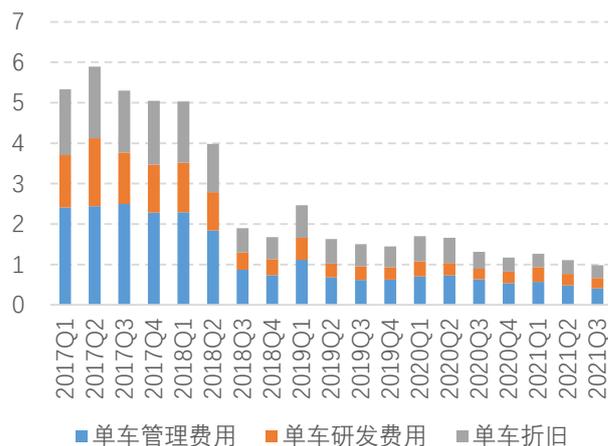
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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

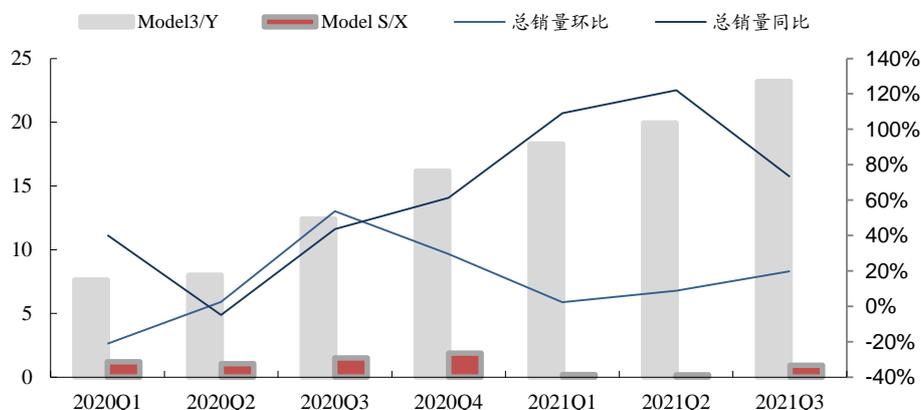
特斯拉 2021 年 Q3 交付 24.1 万辆, 同环比+73.2%/+19.9%, 符合市场预期。Q3 特斯拉全球共交付 24.13 万辆, 同比增长 73%, 环比增长 20%, 符合市场预期; 其中, Model 3/Y 交付 23.2 万辆, 同环比+87%/+16.4%; Model S/X 合计销 0.93 万辆, 同环比-39%/+390.7%, 主要系 Model S/X 改款影响, 目前生产已陆续恢复。Q3 产量总计 23.78 万辆, 同环比+64%/+15%, 当季库存减少 3477 辆(含发出未交付), 实际在手库存减少, 累计库存 19979 辆。

表 2: 特斯拉分季度销量明细 (辆)

销量: 辆	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1-Q3
Model3/Y	76,200	80,050	124,100	161,650	182,780	199,369	232,025	614,174
-环比	-17.7%	5.1%	55.0%	30.3%	13.1%	9.1%	16.4%	-
-同比	49.6%	3.1%	55.9%	74.7%	139.9%	149.1%	87.0%	119.1%
Model S/X	12,200	10,600	15,200	18,920	2,020	1,890	9,275	13,185
-环比	-37.3%	-13.1%	43.4%	24.5%	-89.3%	-6.4%	390.7%	-
-同比	0.9%	-40.2%	-12.6%	-2.7%	-83.4%	-82.2%	-39.0%	-65.3%
<b>销量总计</b>	<b>88,400</b>	<b>90,650</b>	<b>139,300</b>	<b>180,570</b>	<b>184,800</b>	<b>201,250</b>	<b>241,300</b>	<b>627,350</b>
总销量环比	-21.1%	2.5%	53.7%	29.6%	2.3%	8.9%	19.9%	-
总销量同比	40.3%	-4.9%	43.6%	61.2%	109.0%	122.0%	73.2%	97.1%
<b>产量: 辆</b>	<b>2020Q1</b>	<b>2020Q2</b>	<b>2020Q3</b>	<b>2020Q4</b>	<b>2021Q1</b>	<b>2021Q2</b>	<b>2021Q3</b>	<b>2021Q1-Q3</b>
Model3/Y	87,282	75,964	128,044	163,660	180,338	204,081	228,882	613,301
-环比	0.4%	-13.0%	68.6%	27.8%	10.2%	13.2%	12.2%	-
-同比	38.6%	4.7%	60.4%	88.2%	106.6%	168.7%	78.8%	110.5%
Model S/X	15,390	6,326	16,992	16,097	0	2,340	8,941	11,281
-环比	-14.2%	-58.9%	168.6%	-5.3%	-100.0%	#DIV/0!	282.1%	-
-同比	8.7%	-56.4%	4.1%	-10.2%	-100.0%	-63.0%	-47.4%	-70.9%
<b>产量总计</b>	<b>102,672</b>	<b>82,272</b>	<b>145,036</b>	<b>179,757</b>	<b>180,338</b>	<b>206,421</b>	<b>237,823</b>	<b>624,582</b>
总产量环比	-2.1%	-19.9%	76.3%	23.9%	0.3%	14.5%	15.2%	-
总产量同比	33.1%	-5.5%	50.8%	71.4%	75.6%	150.9%	64.0%	89.3%
<b>库存: 辆</b>	<b>2020Q1</b>	<b>2020Q2</b>	<b>2020Q3</b>	<b>2020Q4</b>	<b>2021Q1</b>	<b>2021Q2</b>	<b>2021Q3</b>	<b>2021Q1-Q3</b>
Model3/Y	11,082	-4,086	3,944	2,010	-2,442	4,712	-3,143	-873
-环比	-298%	-137%	-197%	-49.0%	-221.5%	-293.0%	-166.7%	-
-同比	-8%	-20%	1564%	135.9%	122.0%	215.3%	179.7%	108.0%
Model S/X	3,190	-4,274	1,792	-2,823	-2,020	450	-334	-1,904
-环比	-310%	-234%	-142%	-257.5%	-28.4%	-122.3%	-174.2%	-
-同比	54%	33%	-266%	-86.1%	163.3%	110.5%	118.6%	368.9%
<b>库存总计</b>	<b>14,272</b>	<b>-8,360</b>	<b>5,736</b>	<b>-813</b>	<b>-4,462</b>	<b>5,171</b>	<b>-3,477</b>	<b>-2,768</b>
<b>库存累计</b>	<b>26,184</b>	<b>17,824</b>	<b>23,560</b>	<b>22,747</b>	<b>18,285</b>	<b>23,456</b>	<b>19,979</b>	
总库存环比	119.8%	-31.9%	32.2%	-3.5%	-19.6%	28.3%	-14.8%	
总库存同比	-7.1%	-10.3%	23.9%	91.0%	-30.2%	31.6%	-15.2%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

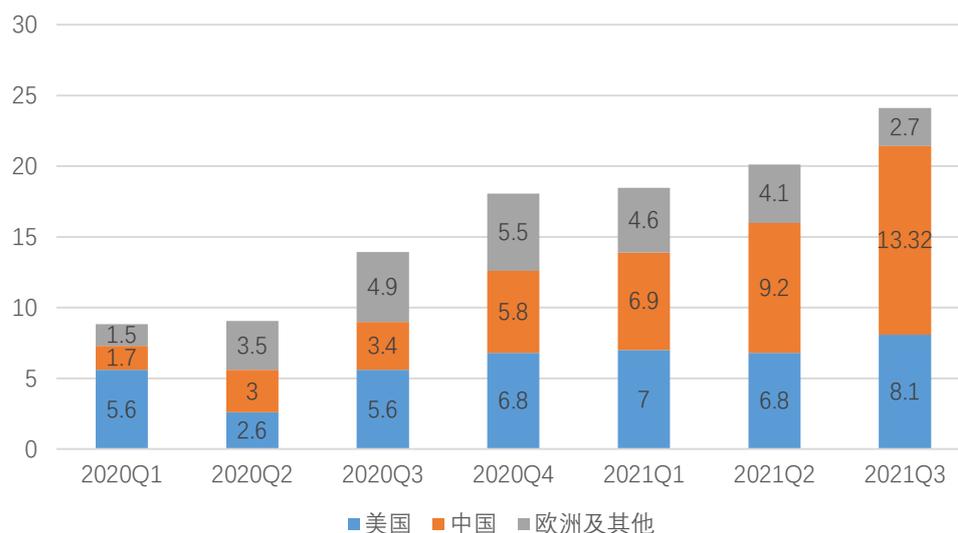
图 16: 特斯拉分季度销量趋势 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

特斯拉中国市场销量占比持续提升，为特斯拉贡献主要增量。2021年Q3特斯拉全球销量24.1万辆，根据Marklines数据(口径与公司、官网销量口径有差别，仅供参考)，2021Q3中国市场共交付13.3万辆，同比大增291.8%，系国产Model Y产能持续爬坡，大幅贡献增量；美国Q3交付8.1万辆，同比增长44.6%，我们估计欧洲及其他地区销售2.7万辆，同比-45%。

图 17: 特斯拉分地区销售情况 (万辆)

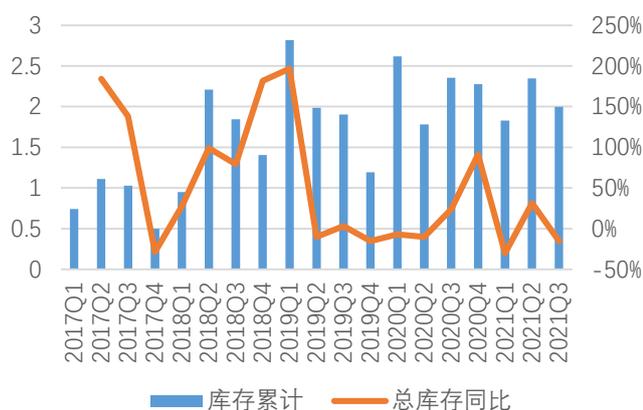


数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

**2021Q3 库存释放, Q4 需求将进一步提升。**2021Q3 库存减少 3,477 辆, 期末累计库存 2.00 万辆, 虽然仍受到芯片短缺的影响, 但 2021Q3 终端需求逐渐提升, 公司库存逐渐释放, 为 2021 年年末冲量做准备。2021Q3 周转天数为 6 天, 周转速度相较 Q2 明显提升。

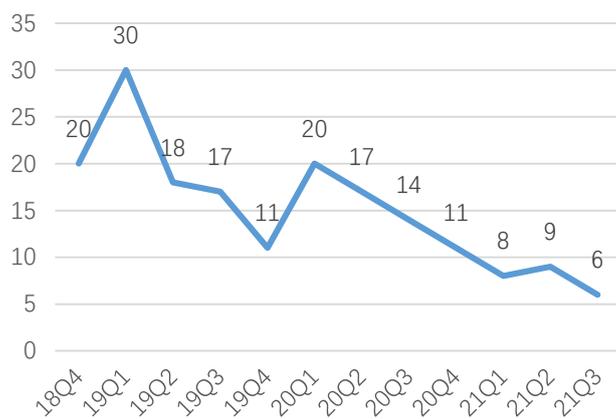
**新版 Model X 开启交付, 新工厂产能年底落地在即。**截至 2021Q3, 美国加州弗里蒙特工厂 Model 3/Y 产能合计实现 50 万辆, Model S/X 产能 10 万辆, Model S 的产量持续增长, Model X 首次生产并交付; 中国工厂年产能超 45 万辆, 产线正在进行改进以进一步提高生产率, 后续标准系列车型都将采用磷酸铁锂电池。我们预计柏林工厂、德州工厂 2021 年年底实现投产, 产能爬坡将给明后年欧洲市场带来新的交付增量。此外, Cyber truck 系列我们预计将在 2022 年由德州工厂开始生产。

图 18: 特斯拉累计库存情况 (万辆)



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) (截至 2021 年 Q3)

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 年有效产能我们预计约 160 万辆, 开启电动车新周期。2020 年底上海工厂 Model3 产能达到 25 万辆, 叠加加州工厂新增 ModelY 产能, 2020 年底特斯拉总产能超过 100 万辆。2021 年随着欧洲、德州及上海 ModelY 产能落地, 年底我们预计达到 160 万辆产能, 公司寻找新供应商以解决芯片短缺问题, 该问题已基本解决, 我们预计公司产能将充分满足特斯拉需求, 2022 年芯片短缺问题解决后公司产能将进一步扩张。

表 4: 特斯拉产能预测 (万辆)

工厂	车型	2018年底	2019年底	2020年底	2021年底E	2022年底E
加州工厂	ModelS/X	10	10	10	10	10
	Model 3	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	ModelS/X	10	10	10	10	10
	Model 3	20	50	60	75	95
	Model Y	0	0	35	60	115
	Semi				5	5
	皮卡				10	20
	合计		30	60	105	160

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

拜登 1.75 万亿支出计划获众议院通过, 电动车单车抵免最高达 12,500 美元。2021 年 11 月 19 日, 美国众议院通过 1.75 万亿元支出计划, 其中包括新能源汽车的税收抵免法案, 与 9 月 15 日美国众议院筹款委员会通过的提案内容基本保持一致。该法案之后需交由参议院审核, 投票表决并提交总统签署后方可生效。2021 年 9 月 15 日, 美国众议院筹款委员会 (House Ways and Means Committee) 通过提案称, 将在 2027 年前为 (电池容量达到 40 千瓦时的) 电动汽车提供 7,500 美元的基本税收抵免, 另外将为在工会设施生产的电动汽车提供 4500 美元的抵免, 并且使用美国生产电池的车辆将获得额外的 500 美元抵免。因此, 满足以上条件的电动车将获得共计 \$12,500 抵免, 特斯拉作为美国新能源车的主力有望受益。

表 5: 美国电动车政策梳理

时间	政策要点
2021.11	美国众议院通过 1.75 万亿元支出计划, 其中包括新能源汽车的税收抵免法案
2021.9	众议院筹款委员会通过提案, 主要内容: 1) 将在 2027 年前为电池容量达到 40 千瓦时、在工会设施生产并且使用美国生产电池的电动车提供 1.25w 美元税收抵免; 2) 取消单一车企累计销量不超过 20 万辆的补贴门槛
2021.8	拜登签署行政令要求 2030 年电动化率 50%
2021.5.27	参议院财政委员会提出清洁能源提案, 其中提出: 1) 取消单一车企 20 万辆累计销量的补贴限制, 改为当年电动车销量占比超 50% 后退税补贴才会退坡; 2) 单车补贴金额上限由 7500 美元上修至 1.25w 美元,
2021.5.18	提出 1740 亿美元详细计划, 包括 150 亿美元电动车基建、200 亿美元电动车校车拨款、250 亿美元电动车公交拨款以及 140 亿美元其他电动车税收优惠。
2021.4	拜登政府的 1740 亿美金投资中有 1000 亿美金为消费者税收抵扣
2021.3	拜登提出基建计划, 拟投资 1740 亿美元发展电动车领域

数据来源: 美国国会, 东吴证券研究所

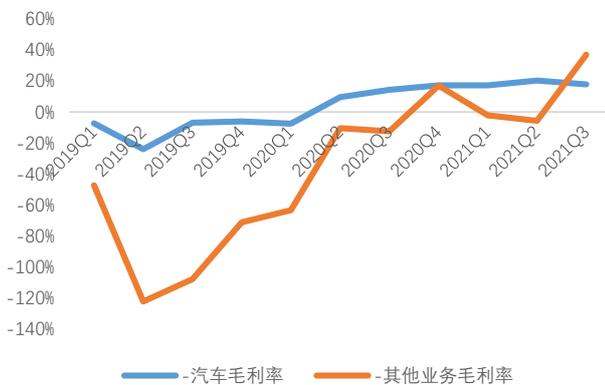
**特斯拉长期销量目标复合增速 50%，公司预计 2030 年特斯拉全球销量达 2000 万辆。**截至 2021Q3 末，特斯拉全球保有量已超 100 万辆，公司表示 2022 年保有量将达 200 万辆，我们预计 2021 年全球销量有望翻番达到 100 万辆，同比翻番，主要受益于三大洲产能释放，增量主要来源于：一是国产 Model Y 销量大幅增长，9 月销量超过 3 万辆，我们预计中国全年 M3/MY 销量突破 30 万辆；二是美国工厂 M3/MY 产能爬坡，9 月 Model 3 单月销量达 1 万量，Model Y 已接近 2 万辆，有望再上台阶，Model S 产能增长，新版 Model X 二季度开始交付，2021Q4 持续带来增量；三是欧洲及德州工厂 MY2021 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，公司预计 2030 年在全球销量达 2000 万辆。

**加州工厂正试运营生产，2022 年年末实现大批量量产。**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。2021 年 10 月的股东大会上公司称加州试运营工厂正在生产，并计划 2022 年年末实现大批量生产，我们预计 2022 年产能可达 8GWh。此前公司 2020Q4 财报会议预计 2022 年电池产量 100GWh。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。

## 2. 蔚来：Q3 毛利率环比提升，高端车型持续放量

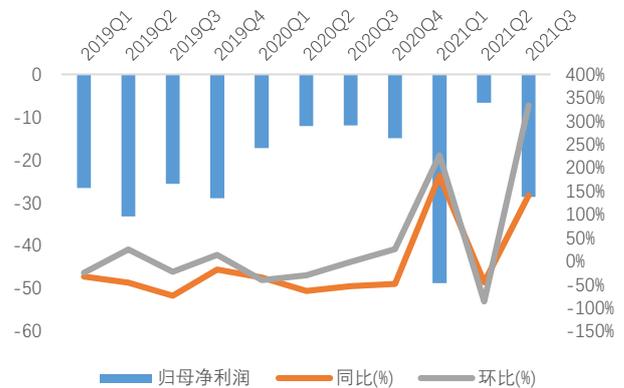
**2021Q3 营收同比增长 117%，净亏损同比缩窄 20%。**蔚来 2021Q3 营收 98.05 亿元人民币，同比大幅提升 117%，毛利率 20%，同比增长 7pct，环比增长 2pct；净亏损 8.35 亿元人民币，同比大幅缩窄 20.2%，环比增加 42.3%，主要由股权激励费用上升导致。2021Q3 归母净亏损为 28.59 亿元人民币，同比增长 141%，环比增长 334%。Q3 股权激励费用为 2.656 亿元人民币，同比增加 439.8%，环比增加 5.6%；扣除股权激励费用，2021Q3 净亏损为 5.697 亿元人民币，同比收窄 42.9%，环比增加 69.7%。

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 2021Q3 收入 86.37 亿元，同比增长 102%，毛利率 18%，同比提升 3.5pct，主要系销量上升分摊成本所致。其他业务收入 11.68 亿元，同比提升 351%，环比上升 118%，主要是汽车碳排放信用额度和电池升级服务的销售增加所致。

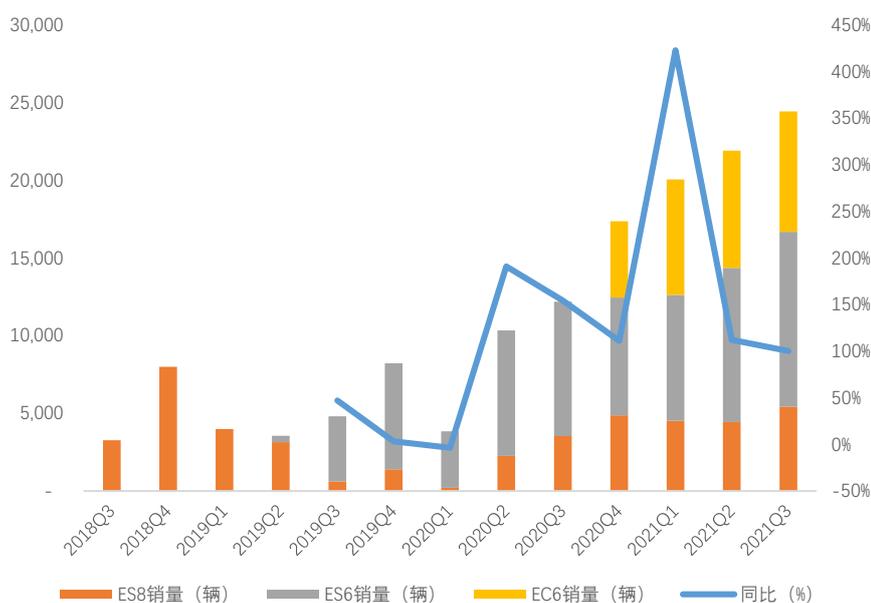
表 6: 蔚来分季度分业务收入和毛利情况（亿元）

单位：亿元人民币	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入	16.89	15.46	18.30	28.27	13.74	36.79	45.26	66.41	79.82	84.48	98.05
营业成本	18.50	20.13	20.58	31.02	15.41	33.70	39.40	54.99	64.28	67.74	78.12
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	86.37
-汽车收入占比	94%	94%	94%	94%	92%	94%	94%	93%	93%	94%	88%
其他收入	0.99	0.96	1.03	1.63	1.17	2.30	2.59	4.67	5.77	5.36	11.68
-其他收入占比	6%	6%	6%	6%	8%	6%	6%	7%	7%	6%	12%
汽车销售成本	17.04	17.99	18.44	28.23	13.51	31.15	36.49	51.12	58.39	63.08	70.78
其他成本	1.46	2.14	2.14	2.79	1.91	2.54	2.91	3.87	5.89	5.66	7.34
汽车毛利	-1.14	-3.49	-1.17	-1.60	-0.93	3.34	6.19	10.62	15.67	16.04	15.59
-汽车毛利率	-7%	-24%	-7%	-6%	-7%	10%	15%	17%	20%	20%	18%
其他业务毛利	-0.47	-1.18	-1.11	-1.16	-0.74	-0.24	-0.32	0.80	-0.12	-0.30	4.34
-其他业务毛利率	-47%	-122%	-108%	-71%	-63%	-10%	-12%	17%	-2%	-6%	37%
毛利率	-13%	-33%	-12%	-9%	-12%	8%	13%	17%	20%	19%	20%
同比		299pct	-4pct	-9pct	1pct	42pct	25pct	26pct	32pct	10pct	7pct
环比	-14pct	-20pct	21pct	3pct	-3pct	21pct	4pct	4pct	2pct	-1pct	2pct

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 2021Q3 共交付 24439 辆，同比增长 100%，环比增长 12%，符合市场预期。其中，ES8 2021Q3 销量 5418 辆，同比增长 54%，环比增长 22%，占比 22%；ES6 2021Q3 销量 11271 辆，同比增长 30%，环比增长 13%，占比 46%；EC6 2021Q3 销 7750 辆，环比基本持平，占比 32%。其中 ES6 为 Q3 主要增量车型，销量占比由 2021Q2 的 45% 微升至 2021Q3 的 46%。随着蔚来 75KWh 电池包 2021 年 11 月投向市场，毛利率或有所提高。蔚来电话会议表示，随着基于蔚来 NT2.0 技术平台的新产品的推出，蔚来整车毛利率长期将做到 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，单车成本基本持平。**2021Q3 单车平均收入为 35.34 万元/辆，同比增长 1%，环比下滑 2%；单车成本为 28.96 万元/辆，同比下滑 3%，环比增长 0.5%，Q3 单车毛利为 6.38 万元/辆。公司 Q3 研发费用为 11.93 亿元，环比增长 35%，单车研发费用为 4.88 万元/辆，环比增长 21%。公司 Q3 销售管理费用为 18.25 亿元，环比增长 22%，单车销售管理费用为 7.45 万元/辆，环比增长 9%。

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

**Q4 公司预计交付 2.35-2.55 万辆。**由于半导体供货存在不确定性及波动性, 2021 年 Q3 公司销售 2.44 万辆。受江淮蔚来工厂停线改造用于产能提升和 ET7 新车型的交付, 2021 年 10 月销售 3667 辆。我们预计随着公司产线的恢复以及公司新订单创新高, 11-12 月份产销量有望恢复到单月破万量的水平。公司预计 2021Q4 交付 2.35-2.55 万辆, 对应 11-12 月份单月破万量预期, 需求端持续高景气。

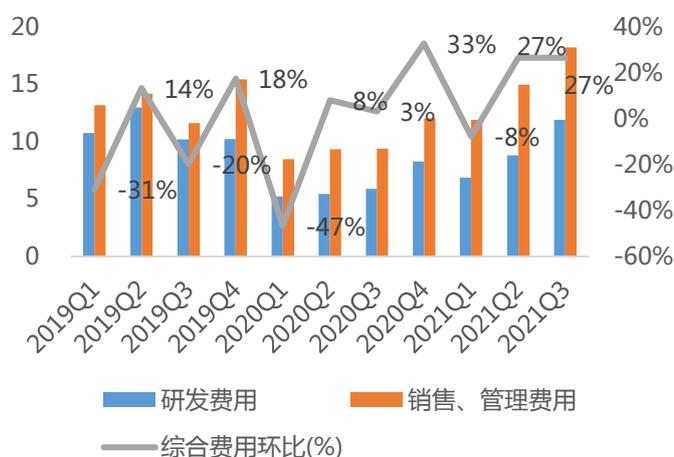
**2022 年计划推出三款基于 NIO2.0 平台新车型, 超市场预期。**蔚来汽车 NIO2.0 平台的第一辆车 ET7 自 2021 年 5 月首台生产线样车下线以来, 已进行了一系列功能性能和法规测试, 公司预计明年 ET7 按时交付。此外, 蔚来汽车还将基于 NIO2.0 平台在 2022 年再推出两款新产品。此外, 蔚来汽车将针对大众市场推出一个新品牌, 并且会有一款比现有车型定价更低的新车, 通过不同尺寸、构造、设计的车型以满足不同用户的需求。

**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。

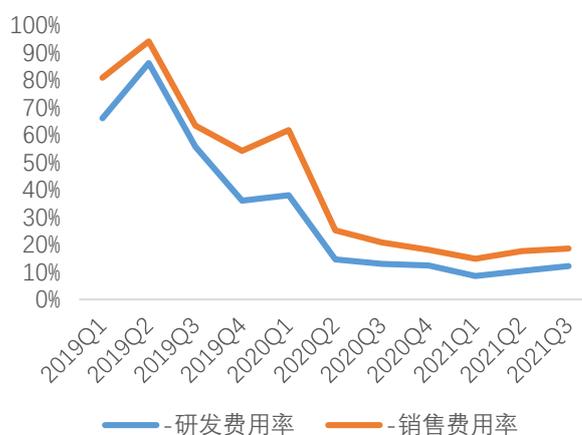
费用管控能力提升，2021年公司预计资本开支50亿元人民币，同比翻番。2021Q3研发费用11.93亿元人民币，同比增长102%，环比增长35%，研发费用率为12%，同比下降1pct，环比增长2pct，主要系新产品设计和开发成本的增加以及研发职能员工人数的增加导致了研发费用的增加，包括ET7量产相关的测试以及一些外部合作、NT2产品研发等。2021年计划资本开支50亿元人民币，同比翻番；2021年Q3销售、管理费用18.25亿元人民币，同比增长94%，环比增长22%，销售、管理费用率19%，销售、管理费用同比增长来源于公司2021年Q3增加了更多市场推广活动以及招聘销售、管理人员导致员工薪酬增加。

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 470 亿元人民币，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 亿元人民币战略投资，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 9 月 30 日，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 470 亿元人民币，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 600 座超充站和 15000 根目的地充电桩。2021Q3，公司中国区已有 32 家 NIO House 与 285 家 NIO Space，2021Q3 新增 7 家 NIO House 与 42 家 NIO Space，覆盖 132 个城市，同时，公司于 2021 年 9 月 30 日在挪威新建首座 NIO House，并在未来有望持续扩张。2021Q4 公司还会扩充 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：盈利能力显著提升，业绩超市场预期

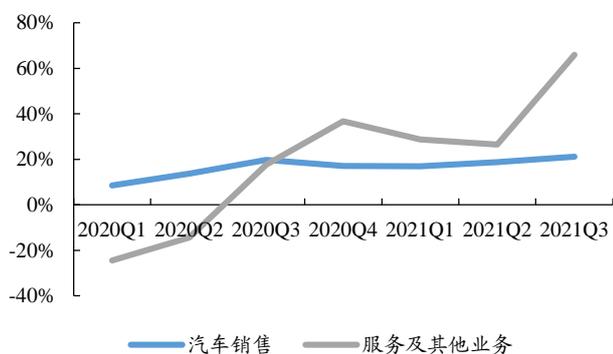
Q3 归母净亏损环比大幅缩窄，盈利能力显著提升，业绩超市场预期。2021Q3 营收 77.75 亿元，同比+209.6%，环比+54.3%，2021Q3 毛利率为 23.3%，归母净亏损 0.22 亿元，较 2021Q2 收窄 90.9%。分业务看，2021Q3 汽车业务收入 73.86 亿元，同比+199.7%，环比+50.6%，毛利率 21.1%，环比提升 2.4pct；服务收入及其他收入共 3.89 亿元，同比+745.1%，环比+186%，毛利率为 65.9%，环比提升 39.4pct。

表 7: 理想分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
汽车销售毛利率	收入 (亿元)	8.41	19.19	24.65	40.60	34.64	49.03	73.86
	收入占比	98.8%	101%	98%	98%	97%	97%	95%
	成本 (亿元)	7.7	16.55443	19.76078	33.6574	28.78584	39.86139	58.3032
	毛利率	8.45%	13.70%	19.80%	17.10%	16.90%	18.70%	21.10%
	毛利 (亿元)	0.71	2.63	4.88	6.94	5.85	9.17	15.58
	理想ONE销量合计 (辆)	2,896	6,604	8,660	14,464	12,579	17,575	25,116
	环比	198%	128%	31%	67%	-13%	40%	43%
	单车收入 (万元/辆)	29.04	29.06	28.46	28.07	27.54	27.90	29.41
	单车成本 (万元/辆)	26.59	25.07	22.82	23.27	22.88	22.68	23.21
	均毛利 (万元/辆)	2.45	3.99	5.64	4.80	4.65	5.22	6.20
服务及其他业务毛利率	收入 (亿元)	0.11	0.28	0.46	0.89	1.12	1.36	3.89
	收入占比	1%	1%	2%	2%	3%	3%	5%
	成本 (亿元)	0.132	0.321	0.3797	0.563	0.799	1.000	1.329
	毛利率	-24.5%	-14.4%	17.6%	36.8%	28.7%	26.4%	65.9%
	毛利 (亿元)	-0.026	-0.04042	0.0811	0.3274	0.321	0.35969	2.5651
合计	收入 (亿元)	8.52	19.00	25.11	41.50	35.75	50.39	77.75
	成本 (亿元)	7.8339	16.473	20.1405	34.22	29.58	40.86	59.6321
	毛利率	8.02%	13.30%	19.78%	17.50%	17.30%	18.90%	23.30%

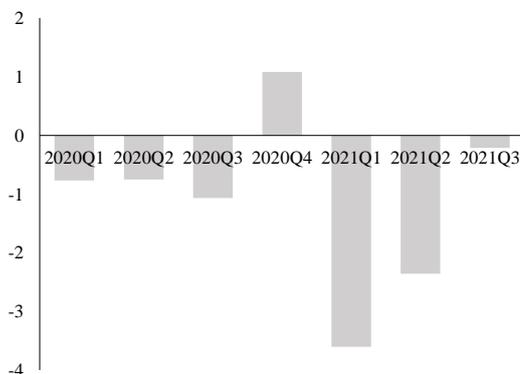
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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)

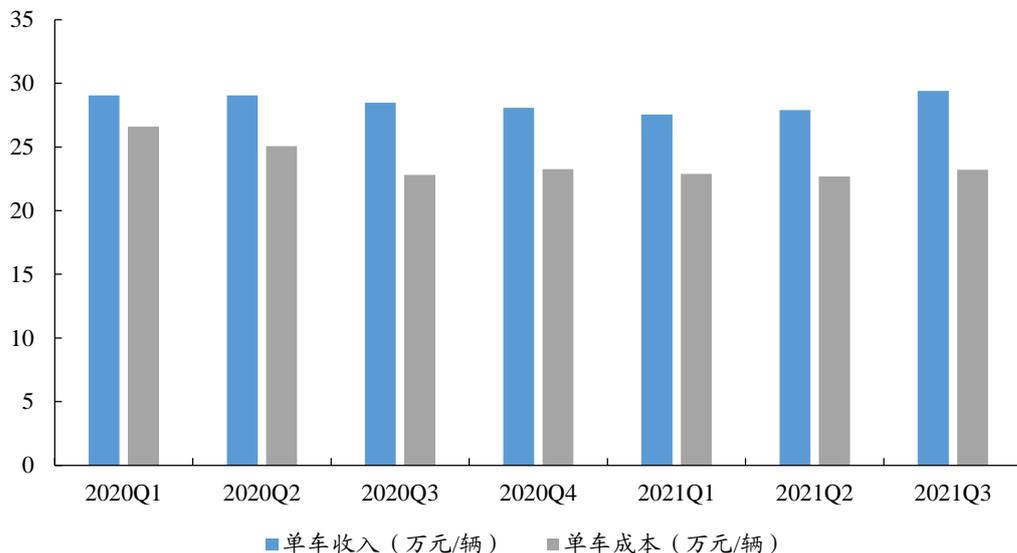


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q3 单车收入环比提升，成本微升，单车毛利提高。2021Q3 单车收入 29.41 万

元/辆，环比提升 5.41%，单车成本为 23.21 万元/辆，环比提升 2.35%，随着交付量的提升后续成本有望下降。Q3 单车毛利为 6.2 万元/辆，环比提升 18.9%。

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

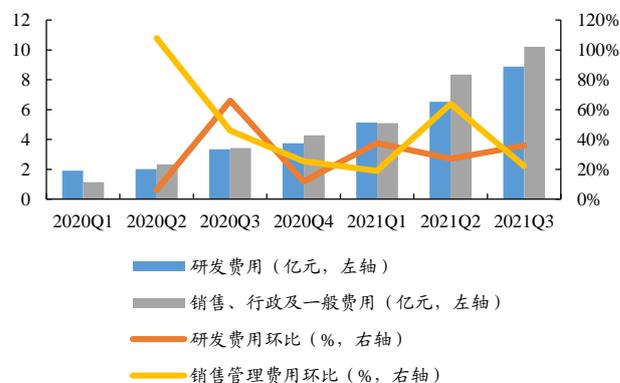
**加大研发投入, 费用率环比降低。**2021Q3 费用总支出为 19.1 亿元, 同比增长 182.2%, 环比增长 28.3%。费用率为 24.6%, 环比降低 5.0pct; 其中研发费用 8.9 亿元, 环比增长 35.97%, 研发费用率为 11.43%, 环比下滑 1.5pct, 研发投入的增加主要系公司研发下一代车型的员工人数增加和研发活动增加; 销售管理费用 10.2 亿元, 环比增长 22.27%, 销售管理费用率为 13.14%, 环比下滑 3.4pct, 主要系公司分销网络的扩大, 员工人数和租赁费用的增加。

图 30: 理想各季度总费用及费用率 (亿元)



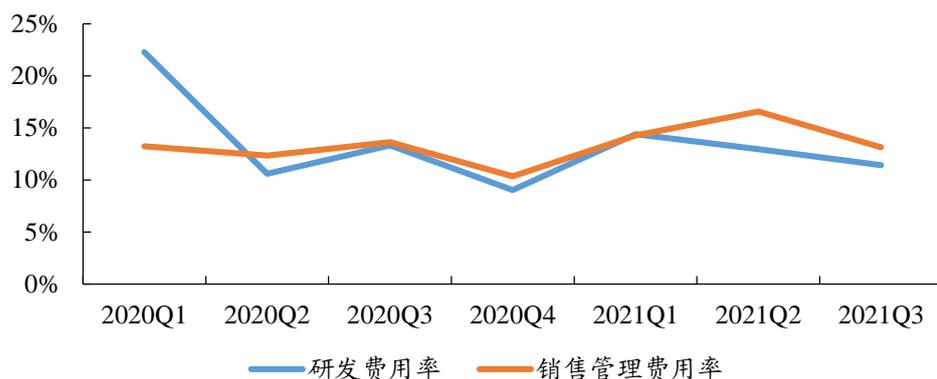
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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

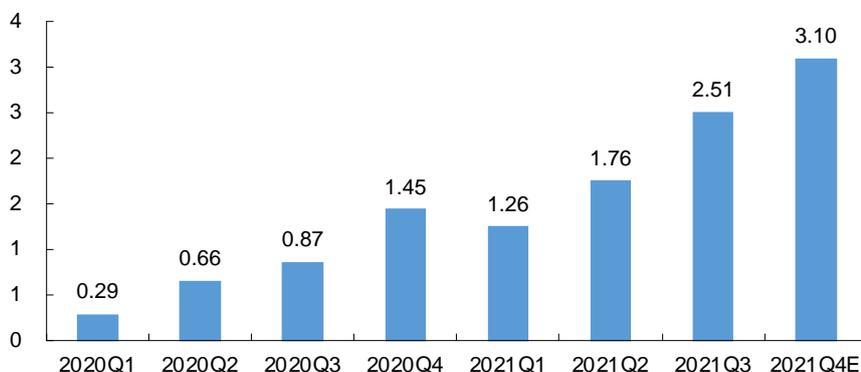
图 32: 理想季度研发费用率及销售费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司预计 2021Q4 交付 3.0-3.2 万辆, 有望超市场预期增长。公司 2021Q3 交付 2.51 万辆, 同比增长 190%, 环比增长 43%, 符合此前给出的 2.5-2.6 万辆指引。2021 年 10 月, 理想汽车交付 7649 辆, 同比增长 107.2%, 环比增长 7.8%, 公司预计 2021Q4 交付量将提升至 3.0-3.2 万辆, 其中 11 月份交付量超 1 万辆。

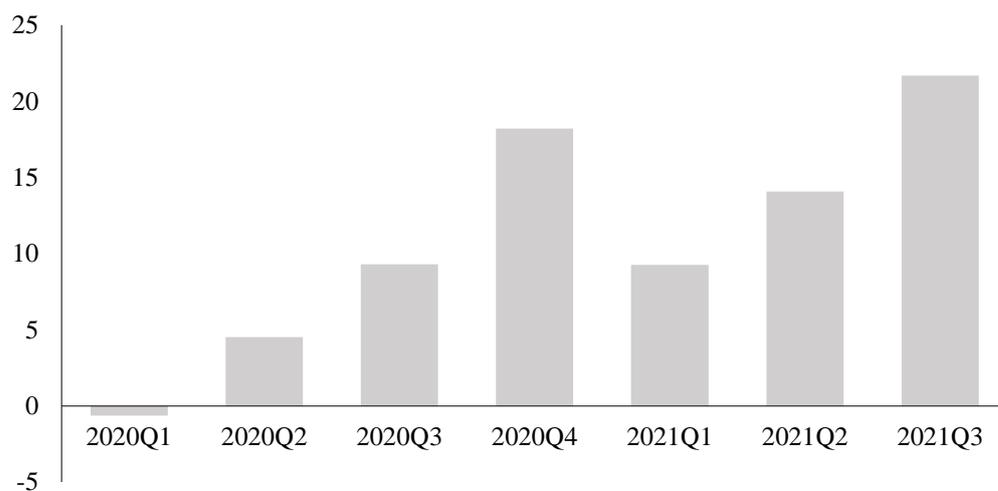
图 33: 理想 2020 各季度交付及 2021Q4 预测交付 (万辆)



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 2021Q3 经营现金流净额为 21.7 亿元，环比增长 54.1%，自由现金流为 11.65 亿元，环比增长 18.6%，截至 2020 年 9 月 30 日，理想汽车现金储备高达 488.3 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 10 月 30 日，公司在 86 个城市拥有 162 家零售中心，售后维修中心及授权钣喷中心 223 家，覆盖 165 个城市。公司有望在 2021 年底开设 200 家零售店，覆盖 100 个城市，深化对一线和二线城市的渗透。

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

**北京制造基地 2023 年投入运营，全资收购常州车和进增强管控。**理想汽车全球旗舰工厂落户顺义区，已于 10 月开工建设，总投资 60 亿元，计划 2023 年投入运营，产能扩张为后续 BEV 车型做好准备，投产后一期将实现年产 10 万台纯电动汽车的产能。2021 年 11 月，公司收购常州车和进标准厂房建设有限公司 100% 股权，车和进拥有此前租赁给公司用于常州制造基地的土地使用权和厂房，此次收购进一步增强了公司对常州制造基地的管控。

#### 4. 小鹏汽车：盈利能力再提升，汽车交付创新高

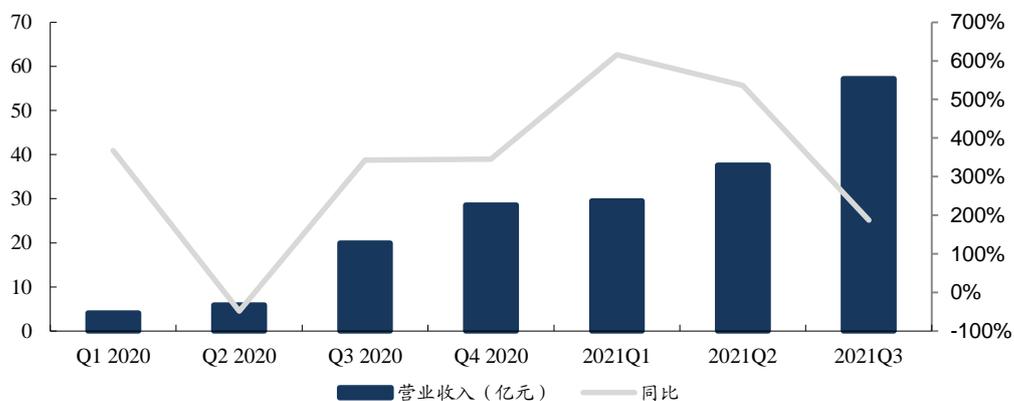
小鹏 2021 年 Q3 营收同比大增 187%，毛利率环比继续增长，Q4 我们预计营业收入继续高增。小鹏 2021Q3 营收 57.2 亿元，同比大幅提升 187%；毛利率继续增长至 14.4%，环比提升 2.5pct，净亏损 15.95 亿元，相比去年同期亏损扩大 38.8%，环比扩大 33.5%。分业务看，汽车销售业务 21Q3 收入 54.60 亿元，同比增长 188%，毛利率 13.6%，环比上涨 2.6pct；整车快速上量拉动零部件及配套服务，服务及其他收入 2.60 亿元，环比增 46.9%，毛利率 30.1%，环比微降 1.4pct。

表 8：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	
汽车销售	收入(亿)	21.71	9.13	18.98	27.35	55.47	28.10	35.84	54.60
	-同比	52181%	-24%	376%	376%	156%	655%	562%	188%
	收入占比	94%	91%	95%	96%	95%	95%	95%	95%
	成本(亿)	27.34	9.63	18.37	25.49	53.53	25.27	31.90	47.18
	毛利率	-25.9%	-5.5%	3.2%	6.8%	3.5%	10.1%	11.0%	13.6%
	毛利(亿)	-5.6230	-0.4987	0.6128	1.8601	1.9414	2.8385	3.9428	7.4257
	-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	25,666
	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	19,731
	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	2.89	
平均毛利率									
平均成本(万元/辆)	21.48	17.51	21.41	19.67	19.79	18.94	18.34	18.38	
服务及其他收入	收入(亿)	1.50	0.90	0.92	1.16	2.98	1.41	1.77	2.598
	-同比	2601%	164%	81%	79%	98%	295%	256%	124%
	收入占比	7%	9%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
	成本(亿)	1.46	0.76	0.62	0.91	2.26	0.95	1.21	1.82
	毛利(亿)	0.04	0.14	0.30	0.25	0.72	0.45	0.56	0.78
毛利率	2.8%	15.4%	32.9%	21.2%	24.2%	32.2%	31.5%	30.1%	
合计	收入(亿)	23.21	10.03	19.90	28.51	58.44	29.51	37.61	57.20
	-同比	23815%	-19%	343%	287%	152%	616%	537%	187%
	成本(亿)	28.79	10.39	18.99	26.41	55.78	26.21	33.13	48.99
	毛利(亿)	(5.58)	(0.36)	0.92	2.11	2.66	3.30	4.49	8.21
毛利率	-24.0%	-3.6%	4.6%	7.4%	4.6%	11.2%	11.9%	14.4%	

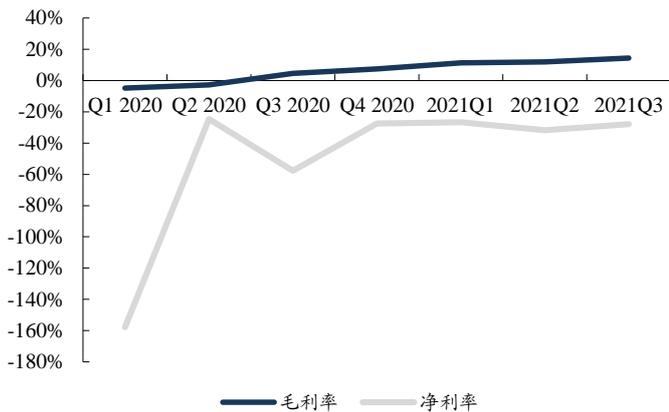
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35：小鹏汽车分季度营收情况（亿元）



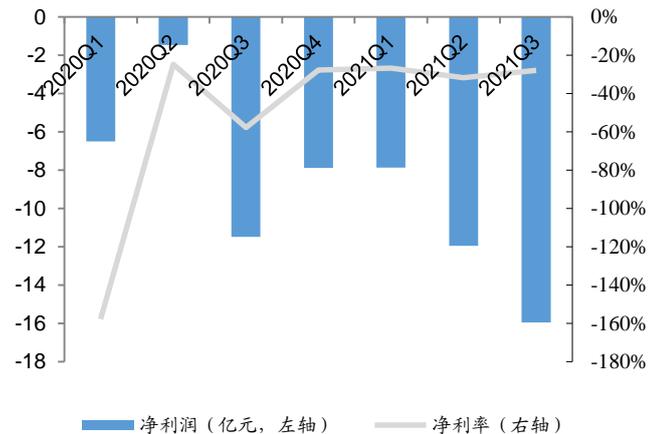
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36: 小鹏汽车分季度毛利率与净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

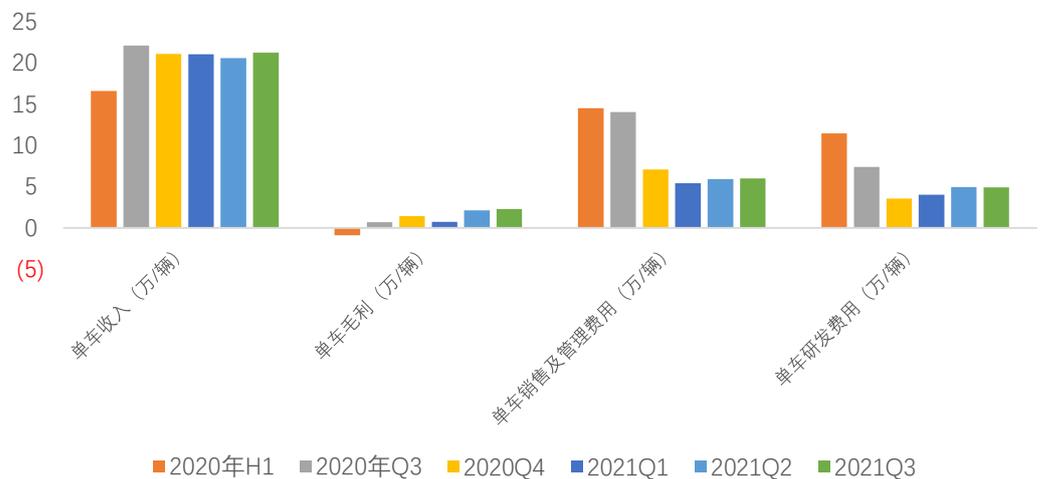
图 37: 小鹏汽车分季度净利润和销售净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**单车毛利大幅提升, 单车研发费用环比基本持平。**2021Q3 单车平均收入 21.27 万元/辆, 同比下降 3.85%, 环比上升 3.26%; 单车成本 18.38 万元/辆, 同比下降 6.53%, 环比上升 0.24%, 单车毛利 2.27 万元/辆, 同比大幅上升 217.20%, 环比上升 6.51%; 电动车快速上量摊薄费用, 单车研发费用 4.93 万元/辆, 同比下滑 33.44%, 环比下降 0.76%; 单车销售管理费用 5.99 万元/辆, 同比下滑 57.31%, 环比上升 1.17%。

图 38: 小鹏汽车分季度单车数据 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**Q3 汽车交付创新高, Q4 汽车销量有望继续升高。**小鹏 2021Q3 交付量创新高, 共交付 25666 辆车, 同比增长 199.2%, 环比增长 47.5%, 超此前指引上限。其中 P7 交付量达 1.97 万辆, 同比大增 217.7%, 环比增 71.2%, 销量占比 76.9%。Q4 汽车公司预计销售 3.45 至 3.65 万辆, 同比增长约 166.1%-181.5%, 环比增 34.4%-44.2%, 我们预计有

望进一步超预期。

图 39: 小鹏汽车分季度交付量 (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。**截至 9 月 30 日, 小鹏交付超过 5 万台 P7, 其中 1.1 万台搭载 XPILOT 3.0。2021 年三季度, 小鹏汽车的高速 NGP 月度使用率达到 60% 以上, NGP 的高速里程渗透率超过 60%, 2021 年前三季度其自研的智能辅助驾驶系统累计行驶里程已达 1.09 亿公里, 智能辅助泊车累计使用次数达到了 536 万次; 目前 XPILOT 3.0 已经拥有 1198 万公里的高速 NGP 智能导航辅助驾驶累计行驶里程, 停车场记忆泊车累计记忆路线 20731 条, NGP 辅助用户驾驶了 551 万公里的高速公路里程。我们预计 2022 年底, 小鹏将累计 1.2 亿公里高速 NGP 里程。

**进军自动驾驶出租车 (Robotaxi) 领域, 布局全栈自研自动驾驶。**小鹏汽车计划 2022 年下半年开始进入 Robotaxi (自动驾驶出租车) 领域, 通过量产前装 Robotaxi 软件和硬件的能力, 以及未来和各出行运营商的合作, 为用户带来革命性的出行体验, 并创造商业价值。小鹏计划和合作伙伴一起运营, 通过 Robotaxi 在泛化场景的运营, 测试小鹏汽车相关软件在整个城市中行驶的闭环, 提升自动驾驶算法的稳定性和安全性。

**新车型发布, 打开销量增长空间。**随着 P5 和 G3i 近期上市并交付, 小鹏汽车截至 2021 年 Q3 末共有三款车型实现了规模交付。11 月广州车展小鹏发布 G9 豪华大型 SUV, 为首款搭载 XPILOT 4.0 功能的量产车型, 采用两颗英伟达的 Orin 芯片, 算力达 508 TOPS。在感知硬件层面上, 小鹏 G9 上共搭载 12 个摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波雷达以及 2 颗激光雷达。搭载前双目 800 万像素摄像头、两颗 290 万像素侧面摄像头, 高像素的高清摄像头能探测到的距离更远的场景, 并且水平视场角也更大。小鹏 G9 搭载了 XPower 3.0 动力系统, 是国内首款基于 800V 高压 SiC 平台的量产车, 未来将实现超充 5min, 补能超过 200km 的能力, 得益于高压 SiC 技术、电机磁场及减速器的优化, G9 的电驱系统最高效率 95% 以上, 综合效率 89% 以上, 相比 400V 平台续航提升 5% 以上。48 小时 IP68 级防护等级的电池包以及智能高压保护系统保障了超

充电池系统的高安全。充电峰值电流能达 600A 以上，充电 5 分钟，续航 200 公里。小鹏的 800V 平台配套有自有的充电网络设备，在桩端也将配套 480kW 的高压超充桩，充电枪和充电线都采用了更加轻量化的设计

图 40: 小鹏 G9



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**新工厂建设顺利，产能持续爬升。**2021 年 4 月，小鹏汽车新工厂落地武汉；8 月份，小鹏汽车肇庆二期项目正式签约动工。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。公司预计小鹏自有肇庆工厂加上在建的广州和武汉工厂的总设计产能达 40 万辆，通过每天 20 小时生产的双班制，能实现 60 万辆的年产量。

**公司加速海外布局。**11 月 18 日小鹏举办品牌焕新日活动，开启了品牌焕新和进一步拓展国际化市场的新征程。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，小鹏 P7 已经获得欧盟整车型式认证（WVTA），标志着小鹏 P7 已获得欧盟认可，可进入欧盟境内各个国家上牌销售。小鹏 G9 为首款立足国际化开发的车型，按照中国和欧盟整车双认证标准开发，遵循 C-NCAP 和 E-NCAP 双五星安全标准设计，也将满足严苛的欧盟 WVTA 整车型式认证标准；整车环保性上将满足高标准的欧盟 3R 认证，可再利用率 85%以上，可回收利用率 95%以上。公司表示会关注全球发展机遇，未来会平衡国内外交付量，长期目标 50%销往国外，50%为国内。

## 5. 投资建议

国内 11 月乘用车批发 42.9 万，同环比+132%/18%，超市场预期，我们预计 2021 年国内销量将超 345 万辆。同时，2022 年为新势力换代车型周期大年，各家销量有望翻番。我们预计 2022 年国内销量 550 万辆+，同增 60%+。看好明年盈利修复的电池环节，长期格局最好，明年需求还有储能加持，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪，二线蔚蓝锂芯（关注），其次为近期受益于电池技术升级高镍三元正极（容百科技、华友钴业、当升科技、中伟股份）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）；再次为明年持续紧缺的负极（璞泰来）、铜箔（嘉元科技（关注）、诺德股份）、隔膜（恩捷股份）、碳酸锂（赣锋锂业（关注）、天齐锂业（关注）、电解液（天赐材料、新宙邦）等。

## 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>

