

新势力研究系列

蔚来四季度费用超预期，2023 年聚焦效率提升

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

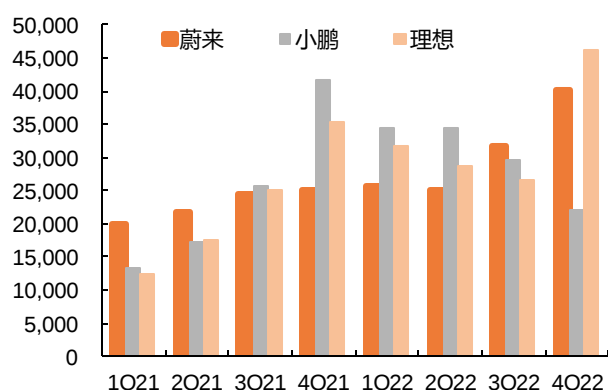
蔚来发布 2022 年四季度及全年财报，2022 年四季度蔚来实现营收 160.6 亿元，同环比分别增长 62.2%/23.5%，单季度净亏损达到 57.9 亿元，同比扩大 169.9%。2022 年全年蔚来实现营收 492.7 亿元，同比增长 36.3%，全年净亏损达到 144.4 亿元，同比扩大 259.4%。

平安观点：

- **四季度交付量创新高，毛利率下行幅度超预期。**2022 年四季度蔚来交付新车 40052 台，同环比分别增加 60.0%/26.7%，单季度交付量创新高。营收方面，四季度蔚来营收达到 160.6 亿元，其中汽车销售业务营收达到 147.6 亿元，对应单车营收达到 36.8 万元。毛利方面，公司四季度整体毛利率仅为 3.9%，同环比分别下降 13.3 个/9.4 个百分点，其中整车业务毛利率仅为 6.8%，同环比分别下滑 14.1 个/9.6 个百分点，根据蔚来披露信息，毛利率下滑主要是由于现款 866 车型的存货减值、生产设施加速折旧以及购买承诺损失，若不考虑以上负面影响，公司四季度整车业务毛利率水平将达到 13.5%，依然低于三季度毛利率水平。公司一季度交付指引为 3.1~3.3 万台，其中 1、2 月交付量分别为 8506 台/12157 台，因此 3 月份预计将交付 1.2 万台左右。
- **投入大、费用高，蔚来单季度净亏损再创新高，2023 年公司将聚焦效率提升。**蔚来在新业务投入较大，四季度研发费用达到 39.8 亿元，同环比分别增加 117.7%/35.2%，超过此前给出的单季度 30 亿的研发费用指引，单季度研发费用率达到了 24.8%，2022 年全年蔚来研发费用达到 108.4 亿元，同比增长 136.0%，全年研发费用率达到了 22.0%。销售管理费用方面，蔚来四季度销售管理费用达到 35.3 亿元，单季度销售管理费用创新高，同环比分别增加 49.6%/30.0%。由于公司在毛利率端的下滑以及费用端的增长，导致公司四季度单季度净亏损达到 57.9 亿元，创单季度亏损新高，2022 年全年净亏损达到 144.4 亿元，同比扩大 259.4%。蔚来在 2023 年公司内部信中指出公司在效率方面还有非常大的提升空间，2023 年公司的工作任务会增加很多，但公司的资源投入只会小幅增加，2023 年，李斌本人也将在效率优化方面会花比较多的时间。
- **新旧平台切换，期待 NT2.0 平台车型放量。**蔚来在 2023 年依然将维持高投入，计划在 2023 年新增 1000 座换电站，到 2023 年底建成超过 2300 座换电站，此外公司还将在电池、芯片、大众品牌、手机等多个领域持续投入。新车型方面，公司目前正处于新旧平台切换期，随着新平台车型上市交付，公司预计其月销量水平能够达到 3 万台，随着新车型上量以及电池、芯片成本下降，公司目标在 23 年四季度毛利率水平恢复到 18%~20%，力争在 23 年四季度实现当前主营业务的盈亏平衡（不考虑创新业务的投入），到 2024 年实现公司整体的盈亏平衡。

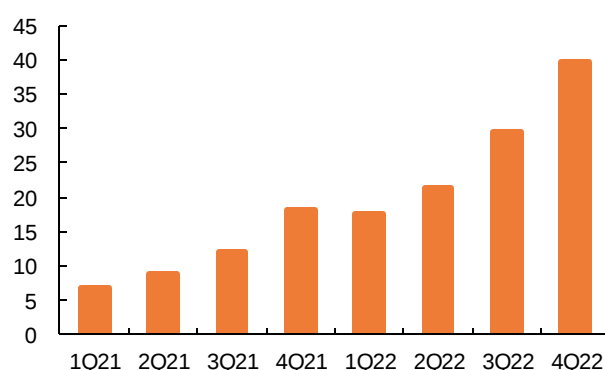
- **投资建议：**从 2023 年造车新势力的格局来看，理想汽车凭借增程式 SUV 和精准定位围猎高端合资燃油车，增长确定性最高，有望成为最先盈利的新势力车企；小鹏汽车则大力进行组织变革，梳理渠道与产品定位，期待困境反转；蔚来各项业务开支较大，需着力提升内部效率。对于 2023 年整车投资，我们认为应重点关注插混车战略转型坚决，渠道变革进展较快的车企，推荐吉利汽车(0175.HK)、长安汽车、理想汽车（2015.HK）、长城汽车。零部件方面，精选空气悬架、抬头显示、域控制器等渗透率低+发展空间大的优质赛道，推荐已于对应细分赛道进行精准卡位、前瞻布局的配件企业，推荐中鼎股份、华阳集团、华域汽车、福耀玻璃、德赛西威、经纬恒润。
- **风险提示：**1) 特斯拉继续降价，可能使得公司面临的市场环境恶化；2) NT2.0 平台新车型销量不及预期；3) 公司在未来一段时间内仍将保持高投入，这可能导致公司财务状况恶化。

图表1 新势力季度交付数据 单位：辆



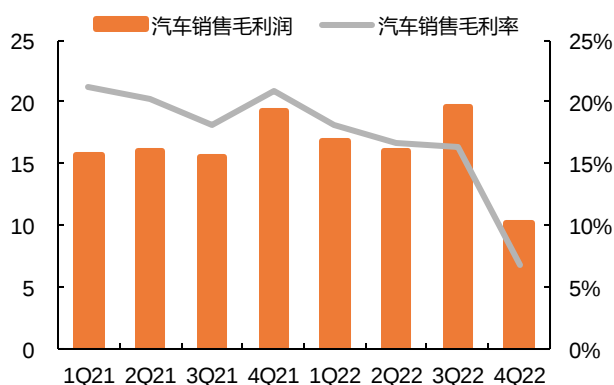
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 蔚来汽车季度研发费用 单位：亿元



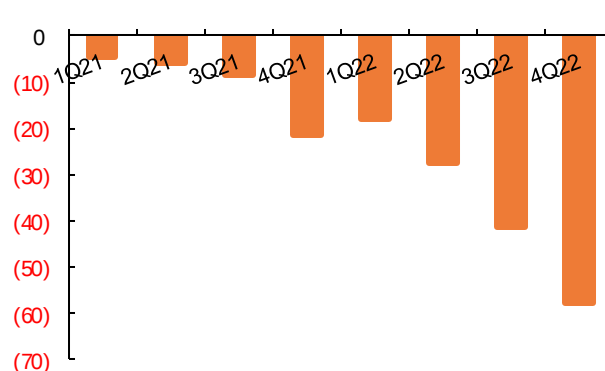
资料来源：公司财报、平安证券研究所

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 蔚来汽车季度净亏损 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：

此报告旨为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 2023 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	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