



蔚来：产品周期已至 业绩加速释放

新能源汽车行业系列点评四十九：

事件概述：

北京时间3月1日，蔚来发布22Q4及全年财报：

22Q4实现单季营收160.6亿元，同比/环比分别为+62.2%/+23.5%；销量约为4.0万辆，同比/环比为+60.0%/+26.7%；汽车业务毛利率为6.8%，同比/环比分别为-14.1pts/-9.6pts；单季归母净亏损为58.5亿元，同比/环比分别扩大168.3%/41.2%。

22全年营收为492.7亿元，同比+36.3%；累计交付12.2万辆，同比+34.0%；全年归母净亏损为145.6亿元，同比放大37.7%。

分析与判断：

► 新车型交付 营收创新高

营收端：22Q4蔚来总营收为160.6亿元，同比/环比分别为+62.2%/+23.5%；22全年营收为492.7亿元，同比+36.3%；

其中当季汽车业务收入为147.6亿元，同比/环比分别为+60.2%/+23.7%。环比上升主要来自于新车型蔚来ES7、ET5同时交付所带来的销量上升。受到新车型蔚来ET5定价较低的影响，ASP由22Q3的37.8万元下降至36.9万元。全年汽车业务收入为455.1亿元，同比+37.2%。

交付量方面，22Q4共计交付4.0万辆，同比/环比分别为+60%/+26.7%，在22Q3交付受到供应链问题困扰后快速提升。22全年交付12.2万辆，同比+34%。

其他业务方面，22Q4营收达到13.0亿元，同比/环比分别为+90.3%/+22.0%；22全年收入为37.6亿元，同比+26.8%；增长主要是由于提供研究和开发服务的收入增加。

利润端：毛利方面，22Q4汽车业务毛利为10.1亿元，同比/环比分别为-47.5%/-48.3%；22Q4汽车业务毛利率为6.8%，同比/环比分别为-14.1pts/-9.6pts。22Q4毛利率下滑主要原因为存货价值计提、生产设备折旧和与产品换代相关的损失；此3类影响合计对毛利造成了6.7pts的负面影响。22全年汽车业务毛利为62.3亿元，同比-6.3%；22全年汽车业务毛利率为13.7%，同比-6.4pts。

22Q4总毛利为6.2亿元，同比/环比分别为-63.4%/-64.2%。22Q4毛利率为3.9%，同比/环比分别为

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

为-13.3pts/-9.4pts。22Q4 毛利下滑主要由于汽车毛利的大幅下降。

► 现金储备充足 销量预期向上

费用端：22Q4 蔚来研发费用为 39.8 亿元，同比/环比为+117.7%/+35.2%；22Q4 研发费用率为 24.7%，同比/环比为+6.3pts/+2.1pts。22 全年研发费用为 108.4 亿元，同比+136.0%；研发费用率为 22.0%，同比为+9.3pts。

22Q4 销售管理费用为 35.3 亿元，同比/环比分别为+49.6%/+30.0%；22Q4 销售管理费用率为 22.0%，同比/环比为-1.9pts/+1.1pts。22 全年销售管理费用为 105.4 亿元，同比+53.2%；销售管理费用率为 21.4%，同比+2.4pts。

渠道端：截至 22Q4，公司拥有 375 家销售中心，覆盖 141 座城市；305 家服务中心，覆盖 148 座城市。销售门店较 22Q3 减少 24 家，少覆盖 8 座城市；维修服务中心增加 25 家，少覆盖 15 座城市。整体渠道端呈现收缩趋势。

现金：截至 22Q4 蔚来拥有的现金及现金等价物、受限制现金和短期投资总计 455.0 亿元，短期流动性风险较弱。

未来展望：公司预计 23Q1 汽车销量将在 3.1 万辆至 3.3 万辆之间；同比区间为+20.3%至+28.1%；对应的收入约为 109.3 亿元至 115.4 亿元，同比区间为+10.2%至+16.5%。

► 车型加速推出 预期修复盈利

新品加速推出，销量预期上行。公司表示，蔚来 22Q2 将推出四款车型，其中 ES6 改款将在 7 月交付；7 月将推出第五款车型。从销量目标来看，公司认为 ET5、ET5 旅行版和 ES6 合计可达到单月 2 万辆；ET7、ES7、ES8 每个型号可达到单月 2-4 千辆。EC7 和 EC6 分别有望达到单月 1-2 千辆。整个产品矩阵有望帮助公司冲击单月 3 万辆的目标。

盈利短期扰动，预期持续修复。公司表示，由于受到一二代平台换代、国补退坡、旧款车型折扣等多个因素影响，短期内蔚来毛利承压。自 23Q2 起，毛利有望出现提升，公司目标在 23Q4 将毛利率提升至 18%-20%。

投资建议

蔚来凭借“优质品牌形象+智能电动技术优势”构筑核心竞争优势。蔚来通过圈层营销和优质服务引导客户完成了品牌共创，打造高端品牌形象。同时，蔚来 NT2.0 平台具有高品质、强智能属性，二代车型产品力强劲。受益标的【蔚来-SW】。

智能电动重塑零部件产业秩序，坚定看多零部件。中长期维度、新势力车型带来的增量+国内产业链

份额提升共振驱动收入高增，叠加短期原材料、汇率、海运费等利润压制因素缓解，将具备较高的业绩弹性。推荐：

1、智能电动增量：从智能化配置看，高感知度、高性价比智能化配置仍延续增配趋势，推荐：1) 智能化主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化【文灿股份】，受益标的【旭升股份】；

2、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、双环传动、上声电子、文灿股份、上海沿浦】。

风险提示

新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期。

盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000625.SZ	长安汽车	13.36	买入	0.47	0.81	1.06	1.31	28.4	16.5	12.6	10.2
002594.SZ	比亚迪	263.79	买入	1.06	5.54	9.10	12.85	248.9	47.6	29.0	20.5
0175.HK	吉利汽车	10.62	买入	0.47	0.41	0.70	1.07	22.6	25.9	15.2	9.9
601633.SH	长城汽车	34.81	买入	0.73	1.05	0.77	1.24	47.7	33.2	45.2	28.1
603596.SH	伯特利	70.58	买入	1.24	1.75	2.64	3.99	56.9	40.3	26.7	17.7
688326.SH	经纬恒润-W	147.90	买入	1.62	1.97	3.41	5.29	91.3	75.1	43.4	28.0
688007.SH	光峰科技	26.59	买入	0.52	0.26	0.35	0.82	51.1	102.3	76.0	32.4
002920.SZ	德赛西威	112.15	买入	1.51	2.10	3.21	4.19	74.3	53.4	34.9	26.8
688533.SH	上声电子	51.39	买入	0.41	0.82	1.57	2.59	125.3	62.7	32.7	19.8
603997.SH	继峰股份	13.97	买入	0.12	-1.09	0.46	0.67	116.4	-12.8	30.4	20.9
603348.SH	文灿股份	55.95	买入	0.38	0.98	2.29	3.17	147.2	57.1	24.4	17.6
605128.SH	上海沿浦	48.49	买入	0.88	1.18	2.92	4.84	55.1	41.1	16.6	10.0
600933.SH	爱柯迪	23.85	买入	0.36	0.73	0.92	1.24	66.3	32.7	25.9	19.2
601689.SH	拓普集团	61.00	买入	0.93	1.55	2.20	3.25	65.6	39.4	27.7	18.8
603179.SH	新泉股份	39.83	买入	0.75	0.97	1.59	2.43	53.1	41.1	25.1	16.4
002472.SZ	双环传动	26.35	买入	0.46	0.68	1.00	1.41	57.3	38.8	26.4	18.7
603786.SH	科博达	61.10	买入	0.97	1.28	1.70	2.26	62.9	47.7	35.9	27.0
600660.SH	福耀玻璃	37.31	买入	1.23	2.15	2.40	2.98	30.3	17.4	15.5	12.5
601799.SH	星宇股份	142.42	买入	3.41	4.20	5.88	7.95	41.8	33.9	24.2	17.9
300258.SZ	精锻科技	11.83	买入	0.36	0.51	0.67	0.88	32.5	23.2	17.5	13.4

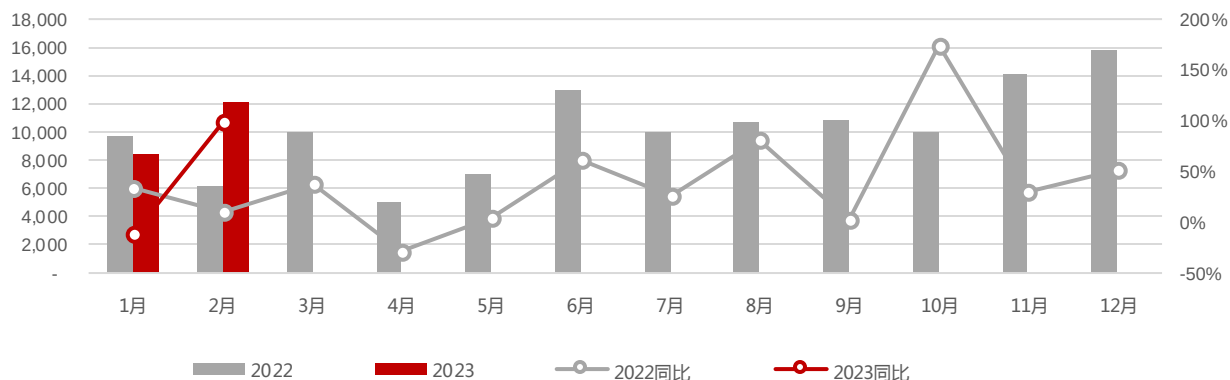
资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2023/3/3），德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖

表 1 蔚来核心财务数据

核心财务指标 (百万 RMB)	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
总交付量 (万辆)	2.4	2.5	2.6	2.5	3.2	4.0
同比 (%)	100.2%	44.3%	28.5%	14.4%	29.3%	60.0%
环比 (%)	11.6%	2.4%	2.9%	-2.8%	26.1%	26.7%
营业收入 (百万人民币)	9,805.3	9,900.7	9,910.6	10,292.4	13,002.1	16,063.5
同比 (%)	116.6%	49.1%	24.2%	21.8%	32.6%	62.2%
环比 (%)	16.1%	1.0%	0.1%	3.9%	26.3%	23.5%
汽车销售收入 (百万人民币)	8,636.8	9,215.4	9,244.0	9,570.8	11,932.7	14,759.0
同比 (%)	102.4%	49.3%	24.8%	21.0%	38.2%	60.2%
环比 (%)	9.2%	6.7%	0.3%	3.5%	24.7%	23.7%
营业成本 (百万人民币)	-7,812.1	-8,201.2	-8,463.7	-8,952.1	-11,267.0	-15,441.8
毛利 (百万人民币)	1,993.2	1,699.5	1,446.8	1,340.3	1,735.1	621.8
毛利率 (%)	20.3%	17.2%	14.6%	13.0%	13.3%	3.9%
汽车业务毛利率 (%)	18.0%	20.9%	18.1%	16.7%	16.4%	6.8%
运营费用 (百万人民币)	2,985.1	4,144.6	3,635.5	4,185.9	5,605.4	7,357.9
研发费用 (百万人民币)	1,193.1	1,828.5	1,761.7	2,149.5	2,944.5	3,980.6
SGA (百万人民币)	1,824.9	2,358.2	2,014.8	2,282.5	2,712.5	3,527.4
经营性利润 (百万人民币)	5,011.2	5,886.2	5,223.3	5,772.3	7,392.1	8,129.8
同比 (%)	136.7%	85.2%	51.9%	45.9%	47.5%	38.1%
环比 (%)	26.7%	17.5%	-11.3%	10.5%	28.1%	10.0%
经营性利润率 (%)	51.1%	59.5%	52.7%	56.1%	56.9%	50.6%
净利润 (百万人民币)	-2,858.8	-2,179.2	-1,825.0	-2,745.0	-4,142.3	-5,847.1
同比 (%)	140.7%	46.0%	-62.6%	316.4%	44.9%	168.3%
环比 (%)	333.6%	-23.8%	-16.3%	50.4%	50.9%	41.2%
单车财务指标						
单车 ASP (万人民币)	35.34	36.81	35.87	38.19	37.75	36.85
单车成本 (万人民币)	28.96	29.13	29.37	31.83	31.57	34.33
单车毛利 (万人民币)	6.38	7.68	6.51	6.36	6.18	2.52
单车研发 (万人民币)	4.88	7.30	6.84	8.58	9.32	9.94
单车 SGA (万人民币)	7.47	9.42	7.82	9.11	8.58	8.81
单车净利润 (万人民币)	-11.70	-8.70	-7.08	-10.95	-13.11	-14.60

资料来源：蔚来公告，华西证券研究所

图 1 蔚来交付量及增速 (辆, %)



资料来源：蔚来官网，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。