

汽车

证券研究报告

2022年06月12日

蔚来汽车：Q1 营收及交付稳定增长，疫后快速修复 Q3 有望反弹

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

于特

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050003

yute@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业点评:5月新势力销量点评：疫后修复，同环比高增》 2022-06-02
- 《汽车-行业专题研究:天风问答系列：复工复产+中央及地方政策跟踪》 2022-06-01
- 《汽车-行业点评:小鹏汽车：Q1 强势开局，产品结构优化促进毛利结构性改善》 2022-05-25

Q1 营收及交付量稳定，毛利受材料价格上涨影响承压，现处于疫后修期，预计 Q3 实现反弹。根据蔚来汽车公布的一季度财报，蔚来 22Q1 实现营收 99.11 亿元，同比+24.2%，环比+0.1%，其中汽车销售收入为 92.44 亿元，同比+24.8%，环比+0.3%。毛利为 14.47 亿元，同比-6.9%，环比-14.9%；毛利率为 14.6%，同比-4.9pct，环比-2.6pct，毛利率承压主要由于上游原材料成本上涨所致。22Q1 净亏损 18.25 亿元，同比-62.6%，环比-16.3%，亏损有所收窄。截至 3 月 31 日，公司现金储备为 533 亿元。尽管受到芯片供应链波动、国内疫情反复等因素的影响，22Q1 共交付 25768 辆，同比+28.5%，环比+2.9%。公司目前经营情况向好，交付和盈利主要受供应链、上游原材料价格上涨的影响。

根据蔚来 22Q1 业绩电话会，公司表示二季度电池成本上涨在 4 月份达到高点，为 22Q2 毛利率带来一定挑战。为缓解成本端压力，蔚来自今年 5 月对在售的 866 和 ET7 车型提价 1 万元。公司表示目前涨价有些许溢出，但现在原材料价格已经有拐头向下的趋势，并且随着下半年新产品交付、高毛利车型上量、涨价车型预计在 Q3 体现、以及现有 866 车型的相关软硬件升级计划，公司预计 Q3 毛利将开始反弹。但由于公司目前成本与原材料价格联动，因此毛利率反弹幅度具有一定的不确定性。根据公司指引，Q2 交付量预计在 23000-25000 辆，同比+5%-14.2%；Q2 营收预计在 93.4-100.88 亿元之间，同比+10.6%-19.4%。

F1 工厂产能已恢复至疫情前水平，F2 工厂 Q3 投产，下半年交付有望放量。在产能恢复方面，根据蔚来 22Q1 业绩电话会，江淮 F1 工厂的产能已恢复至疫情前水平，并将随着新产品的导入持续爬坡，预计 Q3 产能可达到 2 万台/月；F2 工厂目前已经实现生产线的全面贯通，进入造车验证阶段，9 月将交付 ET5，F2 工厂的产能在经历 3-4 个月的爬坡期后预计可达到 1 万台/月。我们认为，公司产能恢复进程较为顺利，下半年随着新产品导入，交付有望放量。

下半年两款新车交付，“3+3”产品矩阵助力销量空间打开，新品牌筹备顺利。3 月 28 日，ET7 正式开始交付，交付量环比大幅提升，5 月 ET7 交付 1707 辆，环比+146.32%。另外，根据 22Q1 业绩电话会，基于全栈自研的辅助驾驶系统表现优异；ET5 首批全工艺生产线试车在 NEO Park 新桥工厂正式下线，ET5 将于 9 月份开始交付，订单需求旺盛。6 月，蔚来将发布基于 NT2.0 平台的全新大五座 SUV 车型 ES7，预计 8 月下旬开启量产交付。公司表示，由于 ES7 的产品定位以及定价区间与现有 866 车型不同，因此 ES7 预计不会对 866 车型的销量大幅挤压。新品牌方面，5 月 10 日，蔚来与合肥市就 NEO Park 整车二期和关键核心零部件配套项目签署战略合作协议，公司已经开始规划并准备新品牌产品的产能建设工作。

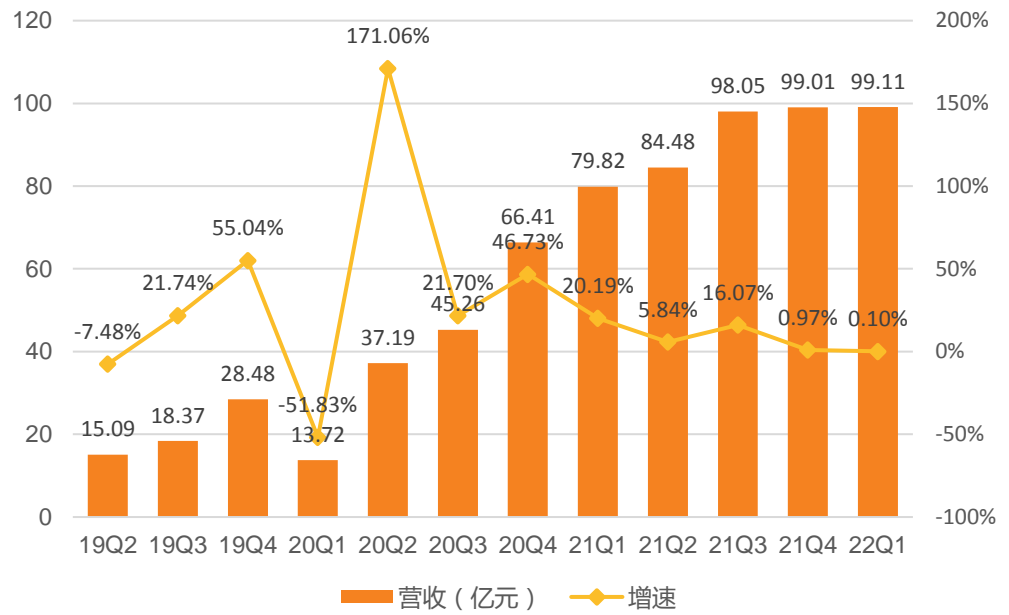
我们认为，随着今年三款新车的陆续交付，将形成“3+3”产品矩，866 车型今年将进行软硬件升级，公司产品逐渐向 NT2.0 平台转移，产品智能化水平及竞争力进一步提升。

坚定研发投入，深耕自动驾驶及电池领域相关技术研发，未来供应链、营收及毛利率或将受益。22Q1 研发费用为 17.62 亿元，同比+156.43%，环比-3.65%。辅助驾驶和自动驾驶的研发方面，根据蔚来 22Q1 业绩电话会，NT2.0 技术平台推出了超过 200 项全新功能，自 3 月 28 日 ET7 交付以来，公司掌握全栈自研技术、数据闭环的优势已经初步体现，辅助驾驶各方面指标有非常大的跃升。Q3 公司将推出辅助驾驶增强版 NOP+，与腾讯合作研发的高精地图将集成到辅助驾驶、自动驾驶的数据闭环框架中，该体系的能力相比 NT1.0 有了量的级提升。电池研发方面，拥有超过 400 人的电池相关团队，深入参与电池材料、电芯与电池包设计、电池管理系统制造工艺的研发工作，全面建立与增强电池体系化研发和工业化能力。我们认为，加大研发投入有利于增强公司核心技术和产品的竞争力，中长期有利于维持供应链稳定、改善营收及毛利。

投资建议：蔚来汽车经营业绩稳定向好，交付量疫后修复，稳步回升。2022 年将有 3+3，共 6 款车在售，销量空间有望进一步打开；坚持研发投入，智能辅助驾驶技术不断迭代升级，成果初现，有助于提升产品竞争力，整车及其供应链也会随之受益；伴随现有 866 车型的软硬件升级以及基于 NT2.0 新车型的上市交付，产品组合进一步优化，公司营收和毛利率有望持续改善，我们看好蔚来汽车的持续增长能力。

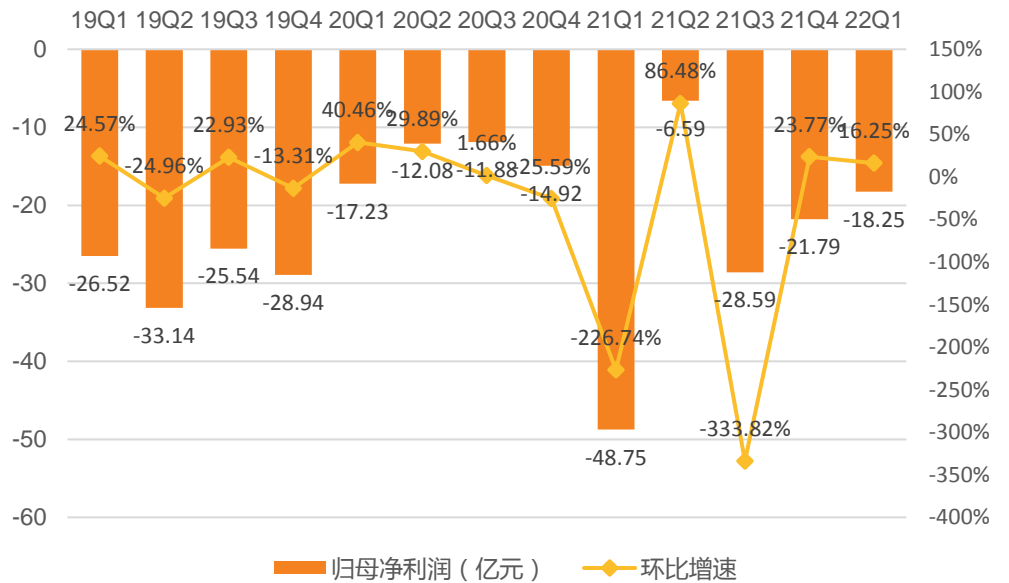
风险提示：新车型推出不及预期、原材料价格上涨幅度超出预期、疫情反复影响供应链稳定、汽车行业竞争加剧。

图 1：蔚来汽车季度营收（单位：亿元）及增速



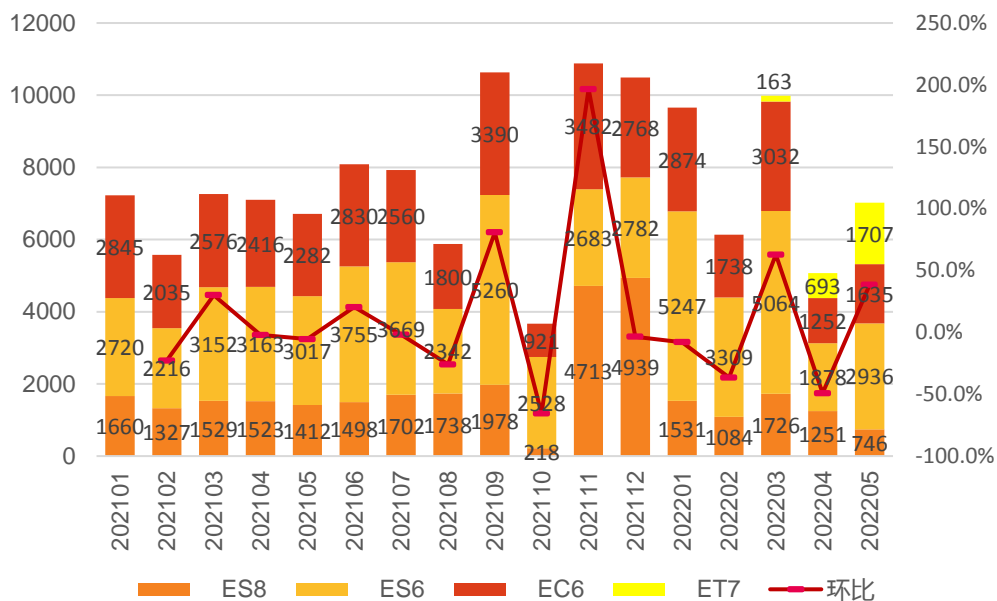
资料来源：蔚来汽车季报、天风证券研究所

图 2：蔚来汽车季度归母净利润（单位：亿元）及增速



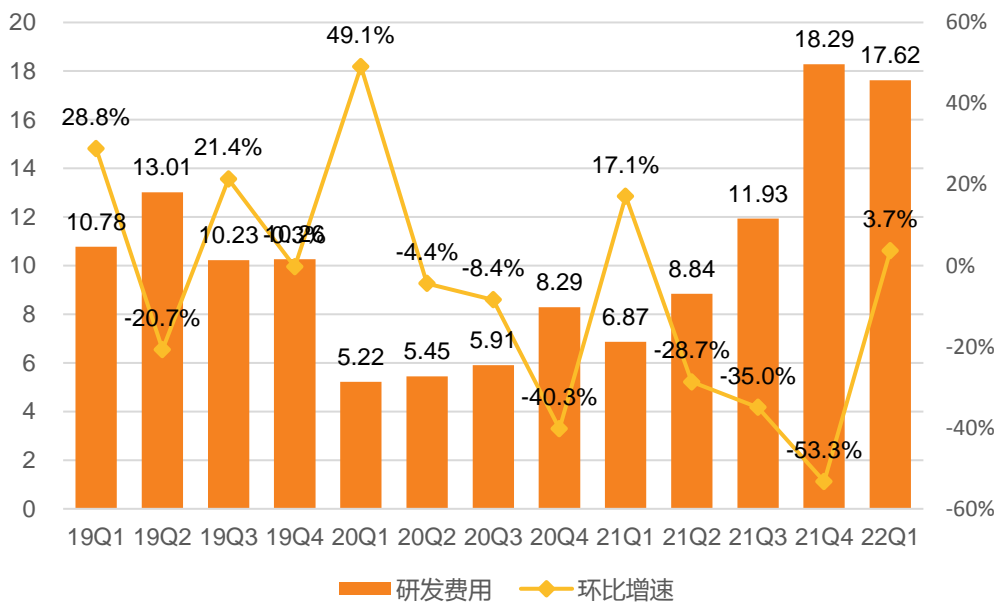
资料来源：蔚来汽车季报、天风证券研究所

图 3：蔚来汽车月度交付量（单位：辆）结构及增速



资料来源：蔚来汽车季报、天风证券研究所

图 4：蔚来汽车季度研发费用（单位：亿元）结构及增速



资料来源：蔚来汽车季报、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com