

电力设备行业点评报告

特斯拉及造车新势力一季报：Q1 产销高增，Q2 疫情短暂冲击，不改上升趋势 增持（维持）

2022 年 06 月 11 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **特斯拉 2022Q1 业绩同比高增，净利润创新高：**特斯拉 2022Q1 营收 187.56 亿美元，同环比+81%/+6%；GAAP 准则下净利润为 33.18 亿美元，创历史新高，同环比+658%/+43%；营业利润率达 17.7%，同环比+13.5/4.6pct，实现较高盈利水平；2021Q4 交付 30.9 万辆，同环比+70.9%/+27.9%。主要得益于上海工厂低成本出货占比提升、4680 电池应用降本、涨价传导成本压力，盈利质量显著提升。Q1 交付 31.0 万辆，同环比+67.7%/+0.5%。其中，Model 3/Y 交付 29.5 万辆，同环比+61.5%/-0.5%；Model S/X 合计销 1.47 万辆，同环比+625.3/+25.1%。Q1 产量 30.54 万辆，同环比+69.4%/-0.1%，当季库存减少 4641 辆（含发出未交付），实际在手库存减少，累计库存 12383 辆。

■ **蔚来 Q1 业绩亮眼，营收同环比增长，新车型迎来密集推出：**蔚来 2022Q1 营收 99.11 亿元人民币，同环比+24.2%/+0.1%，毛利率 15%；归母净亏损为 18.25 亿元人民币，扣除股权激励费用，2022Q1 净亏损为 13.52 亿元人民币，同比收窄 72%。2022Q1 蔚来销售 2.6 万辆，其中 ES6 交付 1.4 万辆，为主要增量车型。受疫情冲击，公司预计 2022Q2 交付新车 2.3-2.5 万辆，同比增长 5%-14%。随着公司 ET7、ET5、ES7 等新车型开启交付，我们预计蔚来销量持续高增。

■ **小鹏 Q1 营收同比大增，成本冲击单车毛利微降。**2022Q1 营收 74.6 亿元，同比大增 153%；毛利率为 12.2%，环比下滑 0.3pct。净亏损 17.01 亿元，相比 2021 年同期亏损扩大 116%，环比扩大 32%。受成本上升影响，2022Q1 单车毛利 2.1 万元/辆，环比下滑 1.54%。2022Q1 新车交付量达 3.5 万辆，同环比+159%/-17%，随着 P5 产能爬坡及旗舰 SUV G9 于 2022Q3 正式发售，我们预计将为公司带来可观销量。

■ **理想 Q1 业绩同比高增，盈利能力持续提升。**2022Q1 营收 95.62 亿元，同环比+167.5%/-10.0%，2022Q1 毛利率为 22.6%，归母净利润-0.11 亿元，亏损同比收窄 97%。2022Q1 交付 3.17 万辆，同环比+152%/-10%。受疫情影响，公司预计 2022Q2 交付量达 2.1-2.4 万辆，同比增长 19.5%-36.6%，环比下滑。公司预计北京制造基地 2023 年投入运营，重庆制造基地建设在即，长期发展夯实基础。

■ **投资建议：**电动车低点已过，政策刺激力度加大，产销环比向好，全年龙头预计 60-100%高增，目前估值仍处底部，继续强烈看好电动车板块超跌反转，第一条主线看好 Q2 盈利拐点叠加储能加持的电池，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪，关注派能科技、国轩高科、欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份、贝特瑞，关注中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（天赐材料、新宙邦），三元（容百科技、华友钴业、当升科技）、铁锂（德方纳米）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注赣锋锂业、天齐锂业等）。

■ **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

《群雄逐鹿，千亿电驱动市场谁主沉浮》

2022-06-08

《电动车 5 月销量超预期，新能源政策密集出台》

2022-06-05

《战争持续冲击供应链，欧洲电动车销量承压》

2022-05-31

内容目录

1. 特斯拉：盈利能力大超预期，全年维持 60% 高增 5

2. 蔚来：营收同环比保持增长，新车型密集推出 19

3. 小鹏：Q1 营收同比大增，成本冲击单车毛利微降 26

4. 理想：Q1 业绩同比高增，盈利能力持续提升 32

5. 投资建议 38

6. 风险提示 39

图表目录

图 1:	特斯拉季度营收情况 (单位: 百万美元)	5
图 2:	特斯拉季度净利润和净利率 (单位: 百万美元)	5
图 3:	特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率 (单位: 百万美元)	6
图 4:	单季度经营现金流 (单位: 百万美元)	6
图 5:	单季度自由现金流情况 (单位: 百万美元)	6
图 6:	单季度资本开支情况 (单位: 百万美元)	7
图 7:	特斯拉分业务收入和毛利率情况 (分季度)	7
图 8:	特斯拉分业务毛利率情况	8
图 9:	特斯拉在手定金 (亿美元)	9
图 10:	特斯拉递延收入 (亿美元)	9
图 11:	特斯拉单车均价同环比微降 (除去租赁和积分收入影响, 单位: 万美元)	10
图 12:	特斯拉单车成本持续下降 (除去租赁和积分影响, 单位: 万美元)	10
图 13:	特斯拉单车毛利同环比上升 (除去租赁和积分影响, 单位: 万美元)	10
图 14:	特斯拉折旧及费用情况 (百万美元)	11
图 15:	特斯拉主要费用率情况	12
图 16:	特斯拉单车指标整体呈下降趋势 (万美元/辆)	12
图 17:	特斯拉分季度销量及同环比 (万辆, %)	13
图 18:	特斯拉销量明细 (辆)	13
图 19:	特斯拉累计库存情况 (辆)	14
图 20:	特斯拉库存周转天数 (天)	15
图 21:	特斯拉产能进度	16
图 22:	特斯拉产能预测 (万辆)	16
图 23:	特斯拉销量预测 (万辆)	17
图 24:	特斯拉电池及电池材料供应商	17
图 25:	蔚来分业务毛利率情况	19
图 26:	蔚来季度净亏损 (亿元)	19
图 27:	蔚来分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)	20
图 28:	蔚来季度分车型销量 (辆)	21
图 29:	蔚来单车季度平均收入 (万元/辆)	21
图 30:	蔚来单车季度平均成本 (万元/辆)	22
图 31:	蔚来季度研发费用及销售、管理费用 (亿元)	24
图 32:	蔚来季度研发费用率及销售费用率 (%)	24
图 33:	小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况 (亿元)	26
图 34:	小鹏汽车分季度营收情况 (亿元)	26
图 35:	小鹏汽车分季度毛利率与净利率	27
图 36:	小鹏汽车分季度净利润和销售净利率	27
图 37:	小鹏汽车分季度单车数据 (万元/辆)	28
图 38:	小鹏汽车分季度交付量 (辆)	29
图 39:	小鹏 G9	31
图 40:	理想分季度分业务收入和毛利情况 (亿元)	32
图 41:	理想各业务毛利率情况	32
图 42:	理想季度归母净利润 (亿元)	33

图 43: 理想单车季度平均收入及成本 (万元/辆) 34

图 44: 理想各季度总费用及费用率 (亿元) 34

图 45: 理想季度研发费用率及销售费用率 35

图 46: 理想季度研发费用及销售、管理费用 (亿元) 35

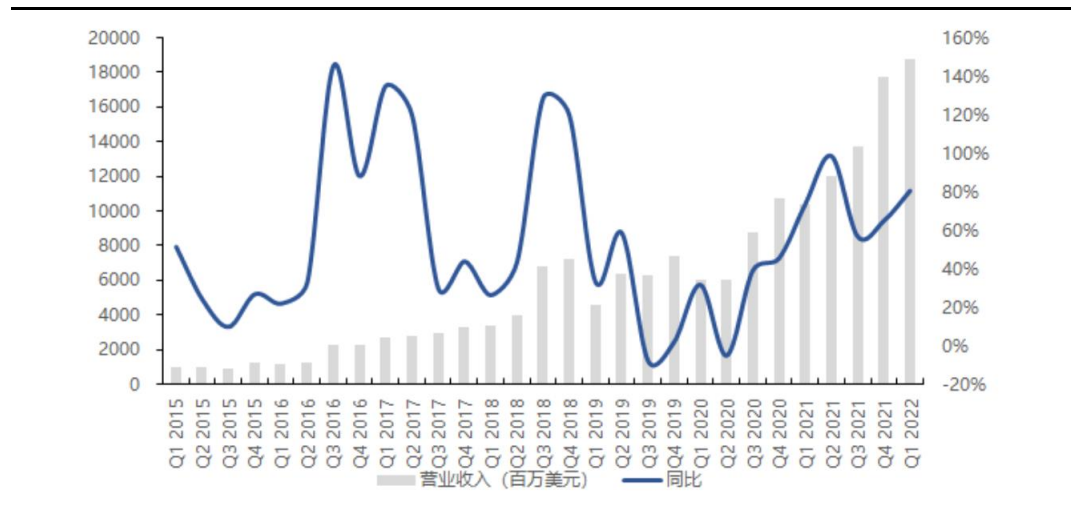
图 47: 2020-2022Q1 年理想各季度交付量 (万辆) 36

图 48: 理想经营性现金流净额 (亿元) 37

1. 特斯拉：盈利能力大超预期，全年维持 60% 高增

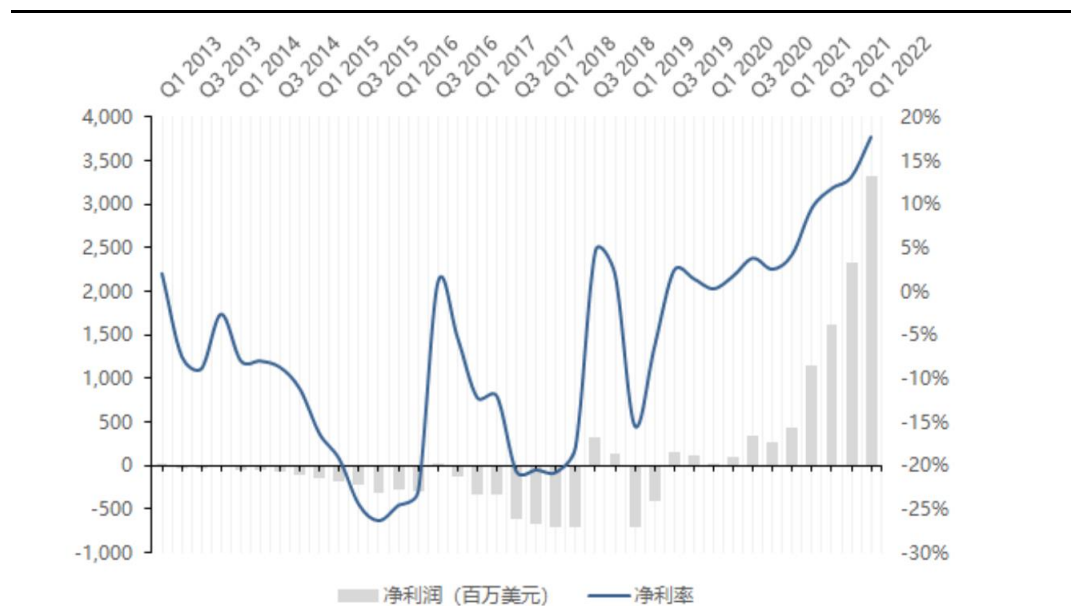
2022Q1 业绩同比高增，盈利能力大超市场预期：特斯拉 2022Q1 营收 187.56 亿美元，同比大增 81%，环比提升 6%。GAAP 准则下净利润为 33.18 亿美元、实现有史以来最好业绩，2021 年同期为 4.4 亿美元，同比大增 658%，环比增长 43%；非 GAAP 准则下(扣除股权激励费用影响)净利润 37.36 亿美元，同比增长 255.13%，环比增长 29.77%。Q1 营业利润率达 17.7%、实现较高盈利水平，同比增长 13.5pct，环比增长 4.6pct，超市场预期，主要得益于上海工厂低成本出货占比提升、4680 电池应用降本、涨价传导成本压力，盈利质量显著提升（监管积分环比增长 116%）。

图1：特斯拉季度营收情况（单位：百万美元）



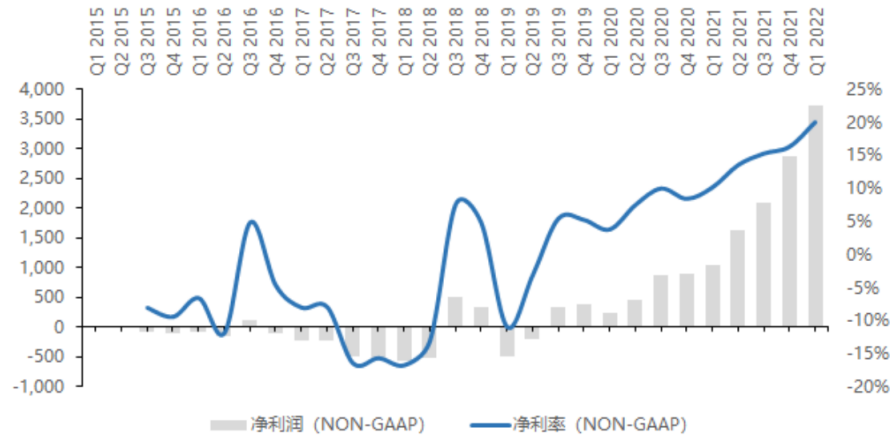
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：特斯拉季度净利润和净利率（单位：百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

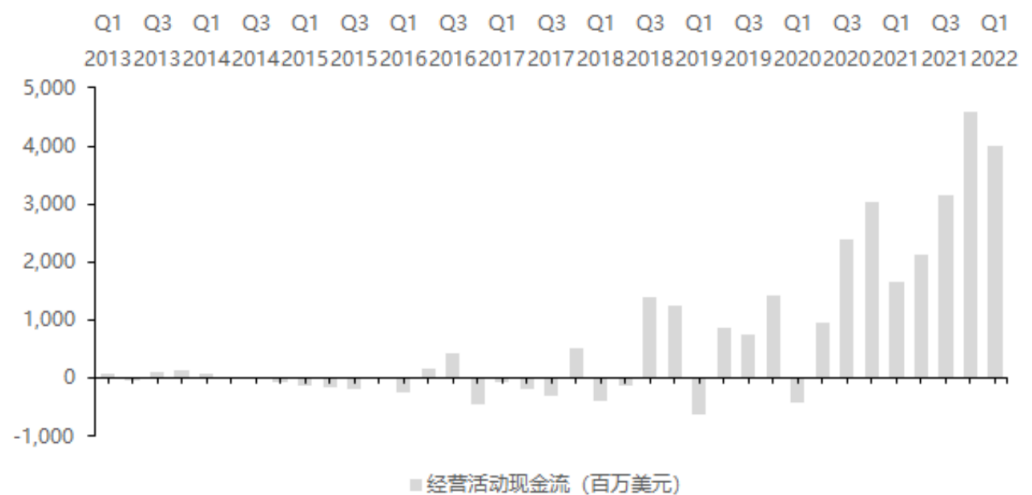
图3: 特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

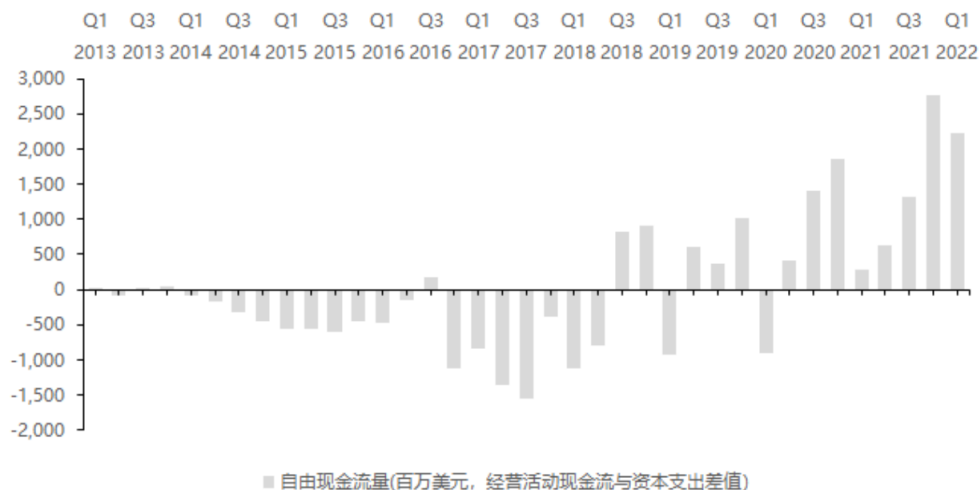
2022Q1 自由现金流同比大幅提升, 资本开支环比下降: 2022Q1 经营性现金流 39.95 亿美元, 同环比+143%/-13%; 资本开支为 17.67 亿美元, 同比+31.1%, 环比-2.4%。2022Q1 自由现金流 22.28 亿美元, 同比上升 660.4%, 环比下降 19.7%。期末在手现金 180 亿美元、环比下降 0.6%, 主要受债务偿还和融资租赁支付合计约 21 亿美元影响。

图4: 单季度经营现金流 (单位: 百万美元)



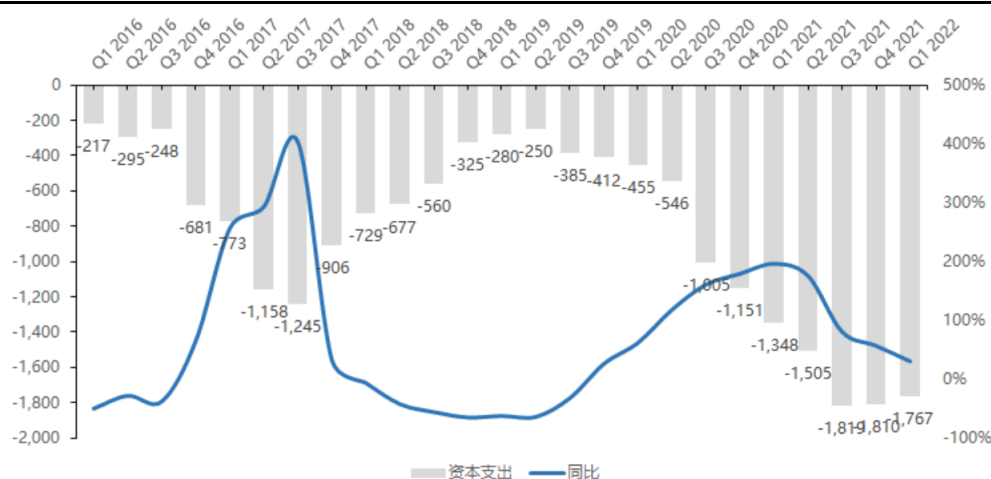
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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

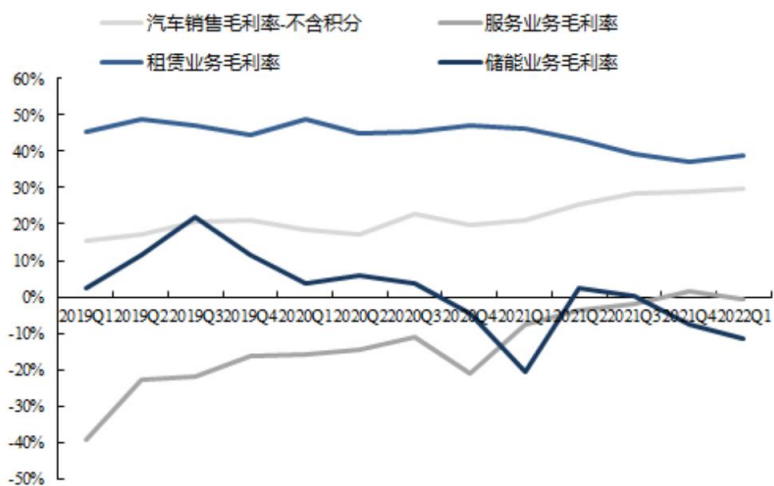
汽车业务盈利显著提升，储能业务盈利能力降低：汽车业务 2022Q1 收入 168.6 亿美元，其中汽车销售 161.9 亿美元，同比增长 86.0%，环比提升 5.6%，毛利率提升至 32.6%，同环比 +6.78pct/+2.29pct，扣除积分收入影响后（收入 6.8 亿，同环比 +31%/+116%），毛利率 29.65%，同比增长 8.5pct，环比增长 0.8pct，降本效果显著；汽车租赁业务收入 6.7 亿美元，同比+125%，环比+6.4%，毛利率 38.9%。储能业务收入 6.2 亿美元，同比+24.7%，环比-10.5%，储能业务毛利率-11.7%，同比增长 8.8pct，环比下滑 4.3pct。服务相关业务收入（售后车辆服务等业务）12.8 亿美元，同比+43.2%，环比 +20.2%，毛利率-0.5%，同比增长 7.2pct，环比下滑 2.0pct。

图7：特斯拉分业务收入和毛利率情况（分季度）

		2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
汽车销售	收入 (亿美元)	73.5	90.3	87.1	98.7	116.7	153.4	161.9
	-同比	43%	47%	78%	101%	59%	70%	86%
	-环比	50%	23%	-4%	13%	18%	31%	6%
	收入占比	84%	84%	84%	83%	85%	87%	86%
	成本 (亿美元)	53.6	69.2	64.6	71.2	81.5	106.9	109.1
	毛利 (亿美元)	19.9	21.1	22.5	27.6	35.2	46.5	52.8
	毛利率	27.02%	23.38%	25.82%	27.90%	30.17%	30.31%	32.60%
	汽车监管积分收入 (亿美元)	3.97	4.01	5.18	3.54	2.79	3.14	6.79
	收入-不含积分 (亿美元)	69.5	86.3	81.9	95.2	113.9	150.3	155.1
	-同比	39%	44%	80%	112%	64%	74%	89%
	毛利-不含积分 (亿美元)	15.9	17.1	17.3	24.0	32.4	43.4	46.0
	毛利率-不含积分	22.85%	19.82%	21.13%	25.22%	28.46%	28.86%	29.65%
	产量合计 (万辆)	14.5	18.0	18.0	20.6	23.8	30.6	30.5
	销量合计 (万辆)	14.0	18.1	18.5	20.1	24.1	30.9	31.0
	-同比	44%	61%	109%	121%	73%	71%	68%
	租赁销量	1.0	1.4	1.4	1.4	1.7	1.6	1.2
	销量合计 (万辆) - 去除租赁	13.0	16.7	17.1	18.7	22.5	29.2	29.8
	均价 (万美元/辆) - 不含积分	5.4	5.2	4.8	5.1	5.1	5.1	5.2
	平均毛利 (万美元/辆) - 不含积分	1.1	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4	1.5
	平均毛利率-不含积分	21.21%	18.32%	19.58%	23.40%	26.50%	27.35%	28.49%
	平均成本 (万美元/辆)	3.8	3.8	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5
服务及其他收入	收入 (亿美元)	5.8	6.8	8.9	9.5	8.9	10.6	12.8
	-同比	6%	17%	59%	95%	54%	57%	43%
	收入占比	7%	6%	9%	8%	6%	6%	7%
	成本 (亿美元)	6.4	8.2	9.6	9.9	9.1	10.5	12.9
	毛利率	-10.8%	-21.1%	-7.7%	-3.7%	-1.8%	1.5%	-0.5%
汽车租赁	收入 (亿美元)	2.7	2.8	3.0	3.3	3.9	6.3	6.7
	-同比	20%	24%	24%	24%	45%	124%	125%
	收入占比	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%
	成本 (亿美元)	1.5	1.5	1.6	1.9	2.3	4.0	4.1
	毛利率	45.3%	47.1%	46.1%	43.4%	39.2%	36.9%	38.9%
储能	收入 (亿美元)	5.8	7.5	4.9	8.0	8.1	6.9	6.2
	-同比	45%	71%	70%	116%	39%	-9%	25%
	收入占比	7%	7%	5%	7%	6%	4%	3%
	成本 (亿美元)	5.6	7.9	6.0	7.8	8.0	7.4	6.9
	毛利率	3.6%	-4.7%	-20.4%	2.5%	0.4%	-7.4%	-11.7%
	太阳能装机 (MW)	57	86	92	85	83	85	48
	储能装机 (MWh)	759	1584	445	1274	1295	978	846
合计	收入 (亿美元)	87.7	107.4	103.9	119.6	137.6	177.2	187.6
	-同比	39%	45%	74%	98%	57%	65%	81%
	成本 (亿美元)	67	87	82	91	101	129	133
	毛利率	23.52%	19.23%	21.32%	24.12%	26.60%	27.35%	29.11%
	净利润 (Non-GAAP, 亿美元)	8.7	9.0	10.5	16.2	20.9	28.8	37.4
	自由现金流 (亿美元)	14.0	18.7	2.9	6.2	13.3	27.8	22.3

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

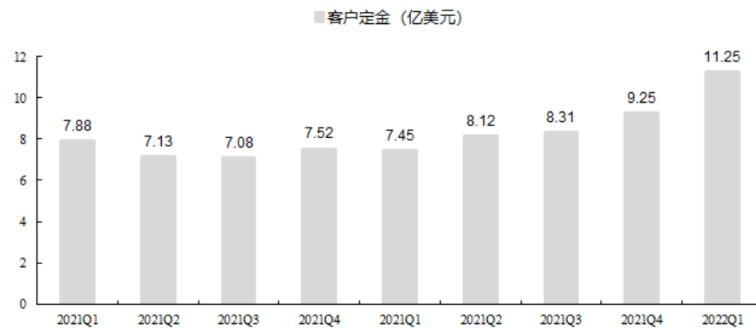
图8：特斯拉分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

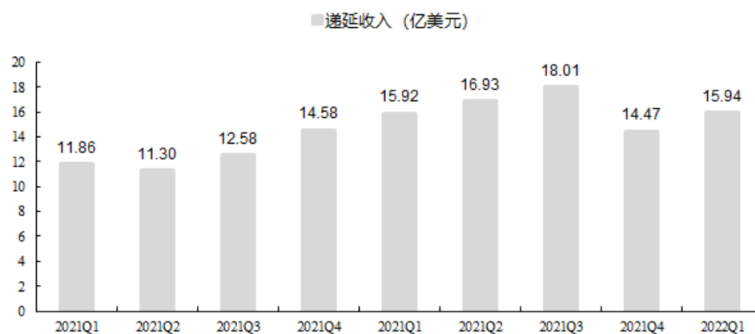
在手订单维持高位，递延收入同环比提升。2022Q1 客户定金为 11.25 亿美元，较 2021Q4 9.25 亿元环比提升 21.6%、维持高位，后续需求释放有保证。公司于 2020 年 10 月开始逐步推出 FSD beta 测试版，且公司开发了神经网络训练计算机 Dojo 用于无监督的大规模算法训练，Musk 表示最新 FSD 具备“驾驶零干预”功能，实现重大突破，但由于该部分功能未全体推送，所以尚未确认收入。截至 2022Q1 公司递延收入达 15.94 亿美元，同比提升 0.1%，环比提升 10.2%。

图9：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10：特斯拉递延收入（亿美元）

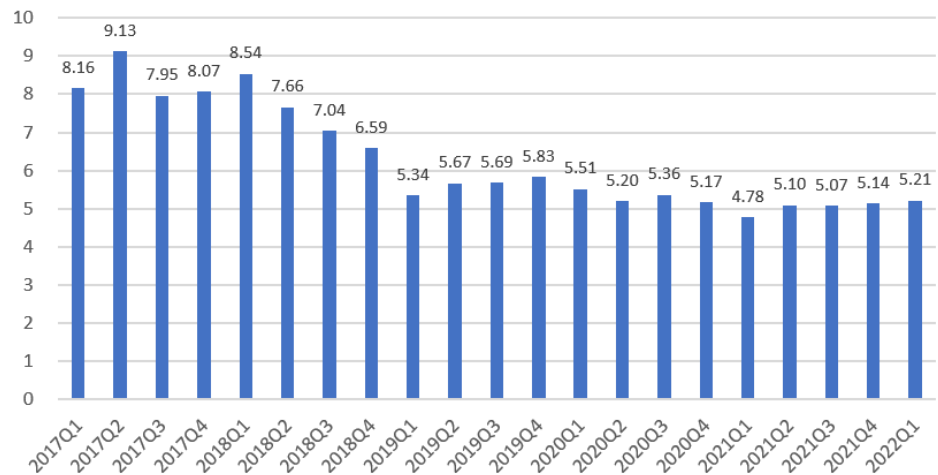


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022Q1 单车售价同环比上升，涨价传导成本压力。2022Q1 单车售价（除去租赁和积分收入影响）5.21 万美元/辆，同环比+9.0%/+1.4%。2022Q1 特斯拉美国和中国继续涨价。美国：Model Y 因原材料成本涨价而提高售价，3 月 10 日，Model Y 长续航版和高性能版售价均上调 1000 美元，分别调至 59990 美元和 64990 美元。中国：国产 Model 3/Y 受原材料成本上涨影响涨价，3 月 10 日，Model 3 高性能版和 Model Y 长续航、高性能版均涨价 1 万元，3 月 15 日，Model 3 高性能版本、Model Y 长续航版均上调 1.8 万

元，调整后售价分别为 36.79 万和 37.59 万元，Model Y 高性能版上调 2 万元，调整后售价为 41.79 万元。

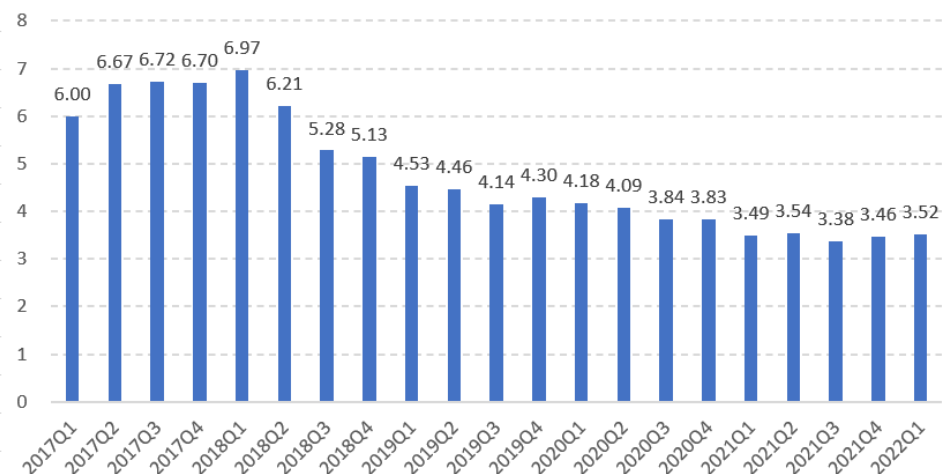
图11: 特斯拉单车均价同环比微降（除去租赁和积分收入影响，单位：万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

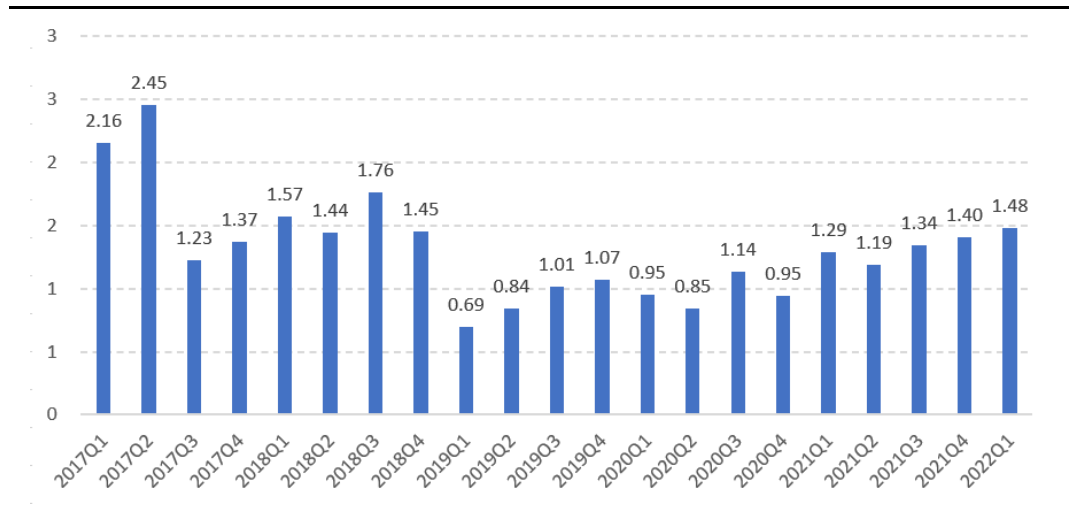
2022Q1 单车成本环比上升，毛利率显著提升。受原材料成本涨价影响，Q1 单车成本 3.52 万美元/辆，同环比+0.8%/+1.6%，单车售价上升覆盖单车成本对毛利影响，Q1 单车毛利率为 32.6%，同环比+6.8pct/+2.3pct，若扣除积分收入，单车毛利率 29.7%，同环比+0.6pct/+0.8pct。Q1 单车毛利为 1.70 万美元/辆，同环比+40.0%/+13.0%，若扣除积分影响，单车毛利达 1.48 万美元，同环比+15.3%/+5.6%，单车毛利的显著提升主要为调价所致。

图12: 特斯拉单车成本持续下降（除去租赁和积分影响，单位：万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13: 特斯拉单车毛利同环比上升（除去租赁和积分影响，单位：万美元）

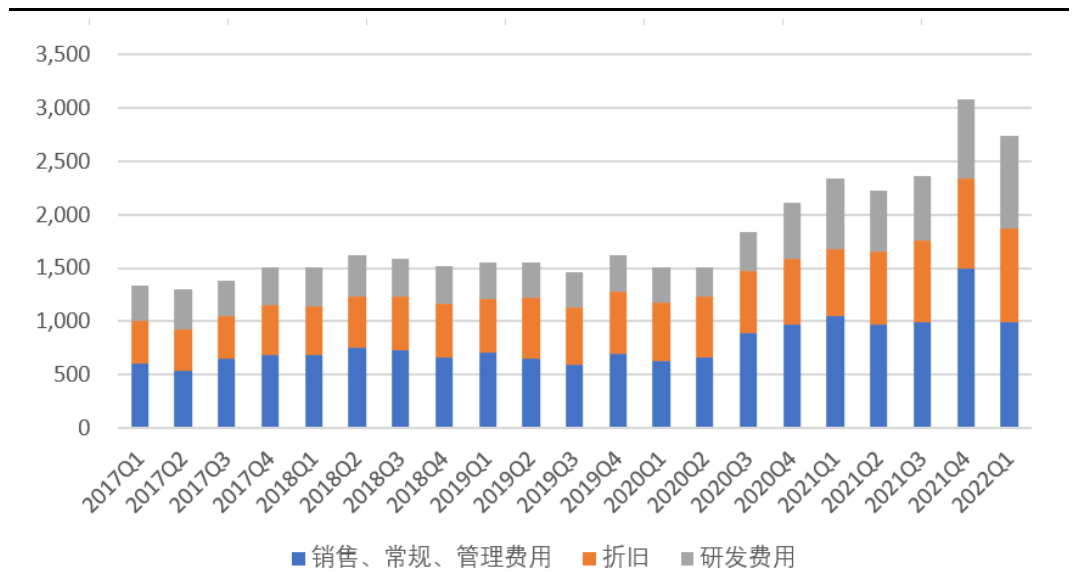


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022Q1 研发费用环比上升，销量高增长拉低单车指标。2022Q1 单季度研发费用 8.65 亿美元，同比增长 29.9%，环比增长 16.9%，Q1 研发费用率 4.6%，同比降低 1.8pct，环比增长 0.4pct。Q1 销售、管理等常规费用合计 9.92 亿美元，同比降低 6.1%，环比降低 33.6%，费用率 5.3%，同比降 4.9pct，环比降 3.1pct。折旧费用 8.80 亿美元，同比增 41.7%，环比增 3.8%。

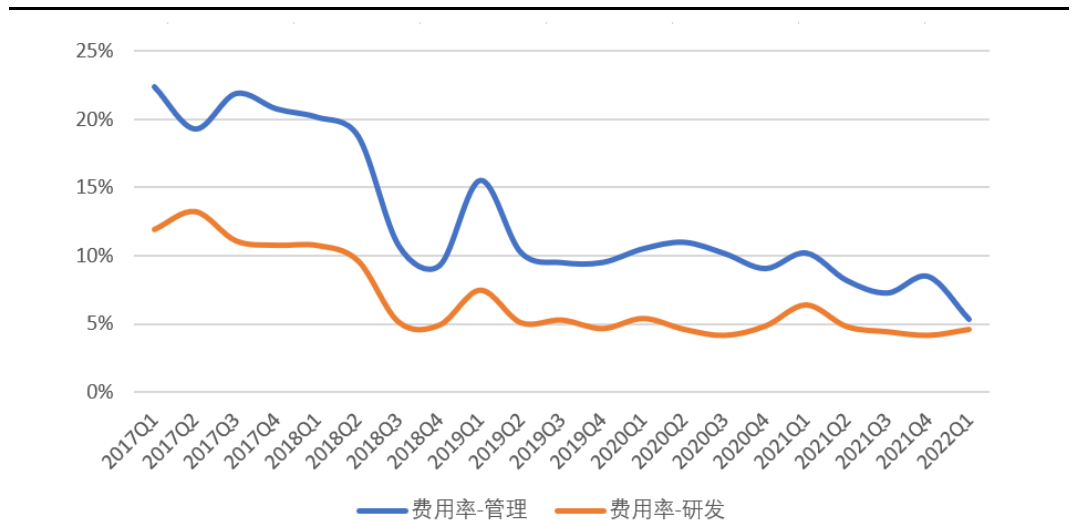
单车指标来看，销量大增显著摊薄费用，后续仍存下降空间。2022Q1 单车研发 0.28 万美元/辆，同比降低 22.6%，环比增长 16.4%；单车折旧 0.28 万美元/辆，同比降 15.5%，环比增 3.3%；单车销售、管理等费用 0.32 万美元/辆，同比降 44.0%，环比降 33.9%。后续下降空间主要来自中国工厂摊薄成本、本土化生产占比提升、以及全球销量的进一步突破。

图14：特斯拉折旧及费用情况（百万美元）



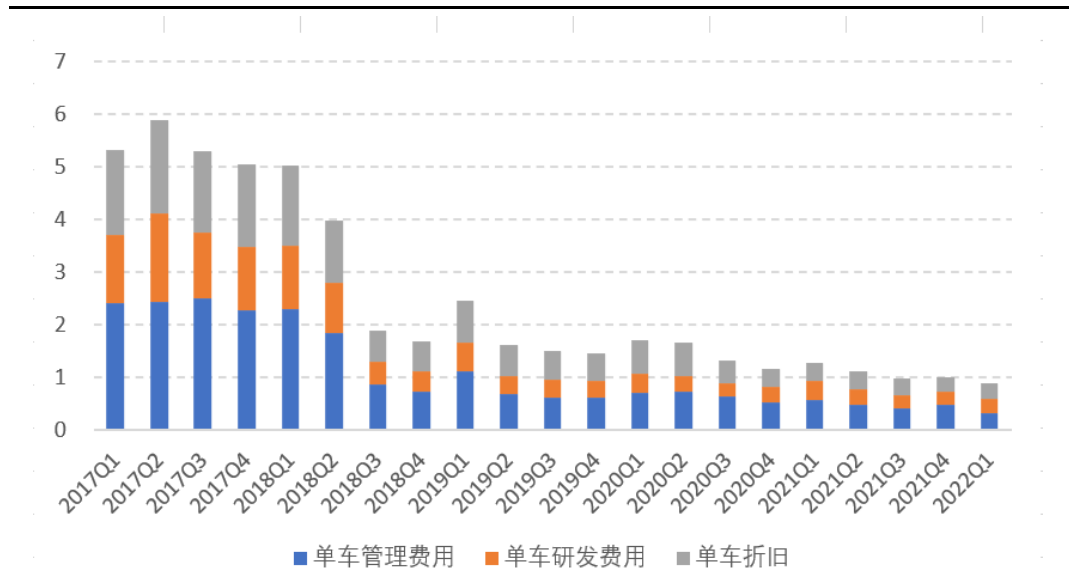
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15: 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

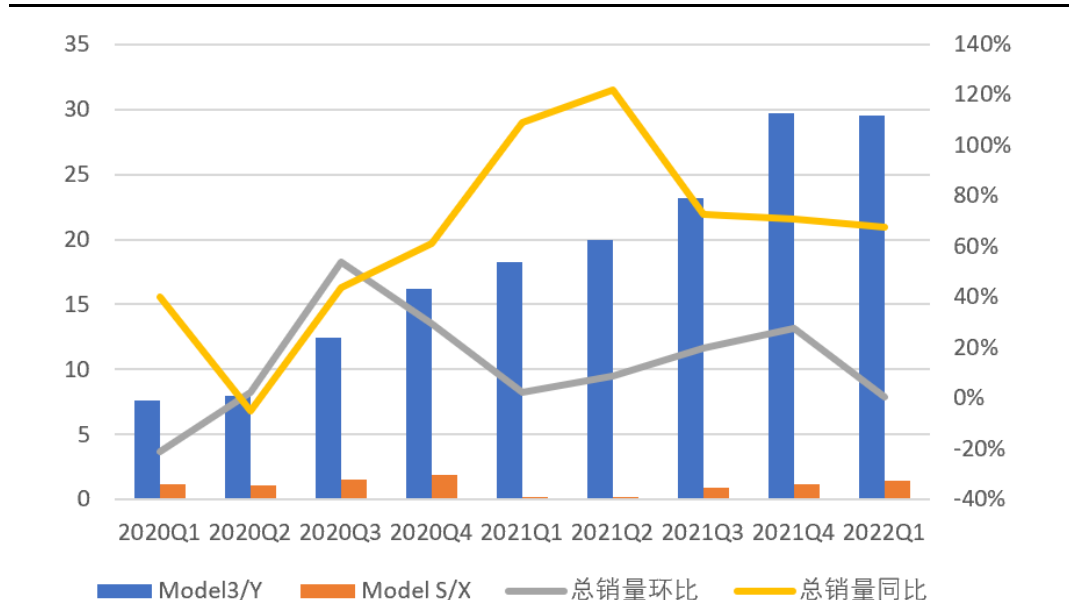
图16: 特斯拉单车指标整体呈下降趋势（万美元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

特斯拉 2022 年 Q1 交付 31.0 万辆，同环比+67.7%/+0.5%。Q1 特斯拉全球共交付 31.0 万辆，同比增长 67.7%；其中，Model 3/Y 交付 29.5 万辆，同环比+61.5%/-0.5%；Model S/X 合计销 1.47 万辆，同环比+625.3/+25.1%。Q1 产量 30.54 万辆，同环比+69.4%/-0.1%，当季库存减少 4641 辆（含发出未交付），实际在手库存减少，累计库存 12383 辆。Q1 公司全球供应链、物流、生产面临持续挑战，满产能力受限。

图17: 特斯拉分季度销量及同环比（万辆，%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 特斯拉销量明细（辆）

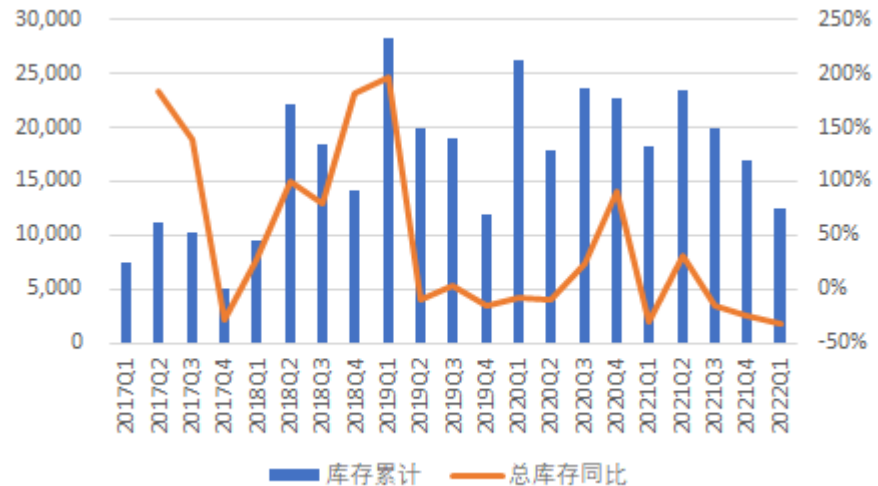
销量: 辆	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021年
Model3/Y	124,318	161,701	182,847	199,409	232,102	296,884	295,324	911,242
-环比	55.3%	30.1%	13.1%	9.1%	16.4%	27.9%	-0.5%	-
-同比	56.2%	74.7%	140.0%	149.1%	86.7%	83.6%	61.5%	106.0%
Model S/X	15,275	18,966	2,030	1,895	9,289	11,766	14,724	24,980
-环比	44.1%	24.2%	-89.3%	-6.7%	390.2%	26.7%	25.1%	-
-同比	-12.2%	-2.5%	-83.4%	-82.1%	-39.2%	-38.0%	625.3%	-56.2%
销量总计	139,593	180,667	184,877	201,304	241,391	308,650	310,048	936,222
总销量环比	54.0%	29.4%	2.3%	8.9%	19.9%	27.9%	0.5%	-
总销量同比	43.9%	61.3%	109.1%	122.1%	72.9%	70.8%	67.7%	87.5%
产量: 辆	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021年
Model3/Y	128,044	163,660	180,338	204,081	228,882	292,731	291,189	906,032
-环比	68.6%	27.8%	10.2%	13.2%	12.2%	27.9%	-0.5%	-
-同比	60.4%	88.2%	106.6%	168.7%	78.8%	78.9%	61.5%	99.1%
Model S/X	16,992	16,097	0	2,340	8,941	13,109	14,218	24,390
-环比	168.6%	-5.3%	-100.0%	-	282.1%	46.6%	8.5%	-
-同比	4.1%	-10.2%	-100.0%	-63.0%	-47.4%	-18.6%	-	-55.5%
产量总计	145,036	179,757	180,338	206,421	237,823	305,840	305,407	930,422
总产量环比	76.2%	23.9%	0.3%	14.5%	15.2%	28.6%	-0.1%	-
总产量同比	50.8%	71.4%	75.6%	150.8%	64.0%	70.1%	69.4%	82.5%
库存: 辆	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021年
Model3/Y	3,726	1,959	-2,442	4,672	-3,220	-4,153	-4,135	-5,143
-环比	-191%	-47.4%	-224.7%	-291.3%	-168.9%	29.0%	-0.4%	-
-同比	1472%	135.0%	122.0%	214.3%	186.4%	312.0%	-69.3%	140.6%
Model S/X	1,717	-2,869	-2,020	445	-348	1,343	-506	-580
-环比	-140%	-267.1%	-29.6%	-122.0%	-178.2%	-485.9%	-137.7%	-
-同比	-259%	-89.1%	163.3%	110.4%	120.3%	146.8%	75.0%	74.1%
库存总计	5,443	-910	-4,462	5,117	-3,568	-2,810	-4,641	-5,723
库存累计	23,267	22,357	18,285	23,402	19,834	17,024	12,383	6,660
总库存环比	30.5%	-3.9%	-18.2%	28.0%	-15.2%	-14.2%	-27.3%	-
总库存同比	22.3%	87.7%	-30.2%	31.3%	-14.8%	-23.9%	-32.3%	92.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中国市场占比持续提升, 为特斯拉贡献主要增量。2022 年 Q1 特斯拉全球销量 31.0 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), 2022Q1 中国市场批发销量 18.22 万辆, 同/环比增长 126.8%/2.3%, 中国市场共交付 11.6 万辆 (不含出口), 同/环比大增 100.1%/57.6%, 系国产 Model Y 产能持续爬坡, 大幅贡献增量; 美国 Q1 交付 13.1 万辆, 同/环比+89.9%/-2.0%, 我们预计欧洲及其他地区销售 5.9 万辆, 同环比 8.0%/-32.0%。

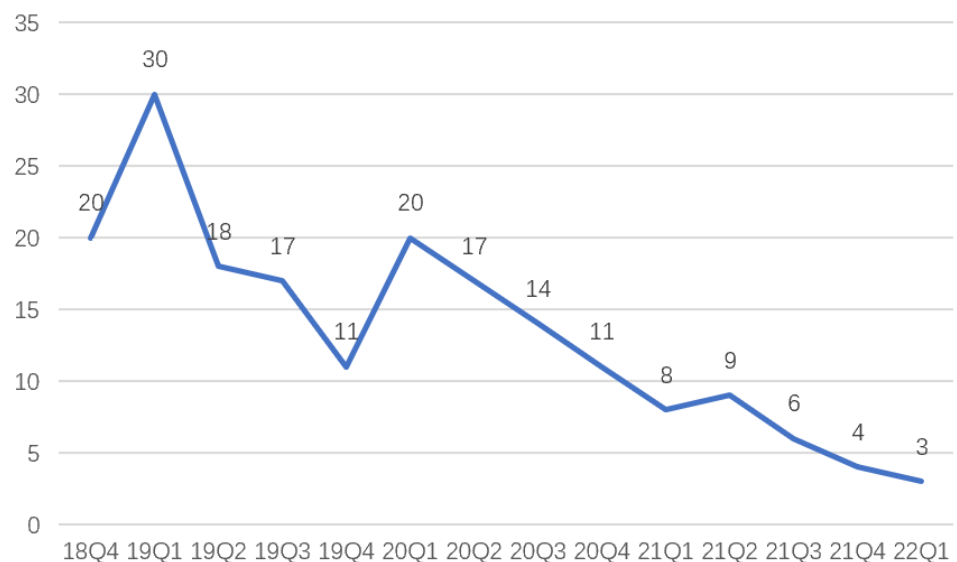
2022Q1 库存释放, 需求进一步提升。2022Q1 新增库存减少 4641 辆, 期末累计库存 1.24 万辆, 虽然仍受到芯片短缺的影响, 但 2022Q1 终端需求逐渐提升, 公司库存逐渐释放, 为 2022 年冲量做准备。2022Q1 周转天数为 3 天, 周转速度相较 2021Q4 明显提升。

图19: 特斯拉累计库存情况 (辆)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20: 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

德州工厂首批 4680 电池 Model Y 正式交付，德州、柏林工厂产能爬坡中，皮卡将于 2023 年交付。2022 年 4 月，在德州超级工厂 Cyber Rodeo 盛大开幕活动上，特斯拉正式交付了首批配备 4680 电池和结构化电池组的 Model Y 量产车，是公司产能提升的重要里程碑。产能方面，美国加州弗里蒙特工厂年产能超 60 万辆，其中 Model 3/Y 年产能 50 万辆，Model S/X 年产能 10 万辆；中国上海工厂年产能超 45 万辆，受疫情影响，2022Q1 上海工厂和部分供应链暂时关闭，近期部分产能已恢复生产；柏林、德州工厂处于早期产能爬坡阶段，柏林工厂于 2022 年 3 月开始生产，初期采用 2170 非结构化电池组，未来将量产采用 4680 电池的 Model Y。此外，公司预计 Cybertruck、Semi 将于

2023 年开始生产交付客户，2022 年暂无新车型推出。公司同时在为新工厂选址，将于 2022 年底公布选址规划。

图21: 特斯拉产能进度

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	Early ramp	Production
Texas	Model Y	Early ramp	Production
	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

上海复工复产有序推进，两大新工厂逐步上量，全年高增。上海工厂影响 1 个月生产，预计 Q2 产销环比持平或微降，H2 将有显著增长，年内产能将达 100 万辆，我们预计贡献 80-90 万辆产量。德州工厂开始生产、德国工厂设备调试中，Q2 将贡献增量，分别规划年产能 50-60 万辆，需要 1 年+爬坡期，年底将公布新工厂，预计 2022 年销量超 150 万辆，同比+50-60%，2023 年延续高增

图22: 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	Model S/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	Model S/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	245

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

长期销量目标复合增速达 50%，2024 年销量达 320 万辆。特斯拉过去 12 个月全球交付量超 100 万辆，公司表示远期交付目标为 2000 万辆/年，我们预计 2022 年全球销量超过 150 万辆，目标增速 50%，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，3 月单月销量 3.98 万辆，我们预计中国 2022 年全年 M3/MY 销量突破 50 万辆；二是美国工厂 M3/MY 产能爬坡，2022 年 3 月 Model 3 单月销量 1.8 万辆，Model Y 近 2.5 万辆，有望再上台阶，Model S 产能增长，新版 Model X 2021Q3 开始交付，2022 年持续带来增量；三是柏林、德州工厂 2022Q1 投产，产能逐步释放。后续低价车型推出，推动电动车平价，引领全球电动化。公司计划长期销量复合增速高达 50%，2024 年销量达 320 万辆。

图23: 特斯拉销量预测（万辆）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销量合计(万辆)	36.7	50	93.6	151.1	221	323	456
同比	13%	36%	88%	61%	46%	46%	41%
Model 3/Y	30.1	44.3	91.1	145	200	270	350
Model S/X	6.7	5.7	2.5	6	8	9	10
Cyber truck				0.1	10	30	50
Semi					2	4	6
其他					1	10	40

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4680 电池进展顺利，预计 2022H2 大规模起量。目前公司有充足电池库存保障 2022 年生产，同时 4680+压铸一体化进展顺利，4 月德州工厂的 MY 已搭载 4680，年底柏林工厂也将切换，H2 4680 大规模起量，2023 年将支撑公司皮卡、MY 等交付，我们预计 2022 全年 4680 电池产能达到 10GWh。

储能短期受芯片供给限制，全年预计 2-3 倍增长，国内供应商受益。特斯拉 Q1 储能装机 0.85gwh，同环比+90%/-13%，增速主要受芯片供应限制影响，公司预计 2022 年将会有 200%-300%的增长，并将储能电池 Megapack 和 Powerball 均切换为铁锂电池，国内供应商宁德时代等将充分受益。

图24: 特斯拉电池及电池材料供应商

	产品	标的	配套区域	单车价值	份额	特斯拉销量对相关标的收入弹性				
						15万辆	30万辆	50万辆	70万辆	100万辆
电池材料	电池	宁德时代	国产	42,000	30%	4%	8%	14%	19%	28%
	氢氧化锂	赣锋锂业	全球	2,500	50%	4%	7%	12%	16%	23%
	负极	贝特瑞	国产	3,500	80%	10%	19%	32%	45%	64%
	隔膜	恩捷股份	国产	4,000	60%	11%	23%	38%	53%	76%
	电解液	天赐材料	国产	2,700	60%	9%	18%	29%	41%	59%
汽车零部件	结构件	科达利	国产	2,000	90%	14%	28%	47%	66%	94%
	连接件	科达利	全球	300	100%					
	热管理系统	三花智控	全球	2,500	100%	3%	7%	11%	16%	22%
	热管理系统	银轮股份	国产			0%	0%	0%	0%	0%
	车身、底盘、内饰等	拓普集团	全球	5,500	100%	15%	31%	51%	72%	103%
	变速箱箱体等	旭升股份	全球	1,500	100%	21%	41%	68%	96%	137%
	高压继电器	宏发股份	全球	300	60%	0%	1%	1%	2%	3%
	车身、内饰等	华域汽车	国产	18,000	100%	2%	4%	6%	9%	12%
	内饰件	宁波华翔	Ms/x	700		0%	0%	0%	0%	0%
	支架压铸件	广东鸿图	Ms/x	250		0%	0%	0%	0%	0%
汽车电子	中控屏模组	长信科技	Ms/x			0%	0%	0%	0%	0%
	导航地图	四维图新	全球		100%	0%	0%	0%	0%	0%
	热管理系统	三花智控	全球	500	100%	5%	11%	18%	25%	35%
	高压继电器	宏发股份	全球	75	60%	1%	2%	3%	4%	6%
	热管理系统	三花智控	全球	2,000	100%	3%	5%	9%	12%	18%

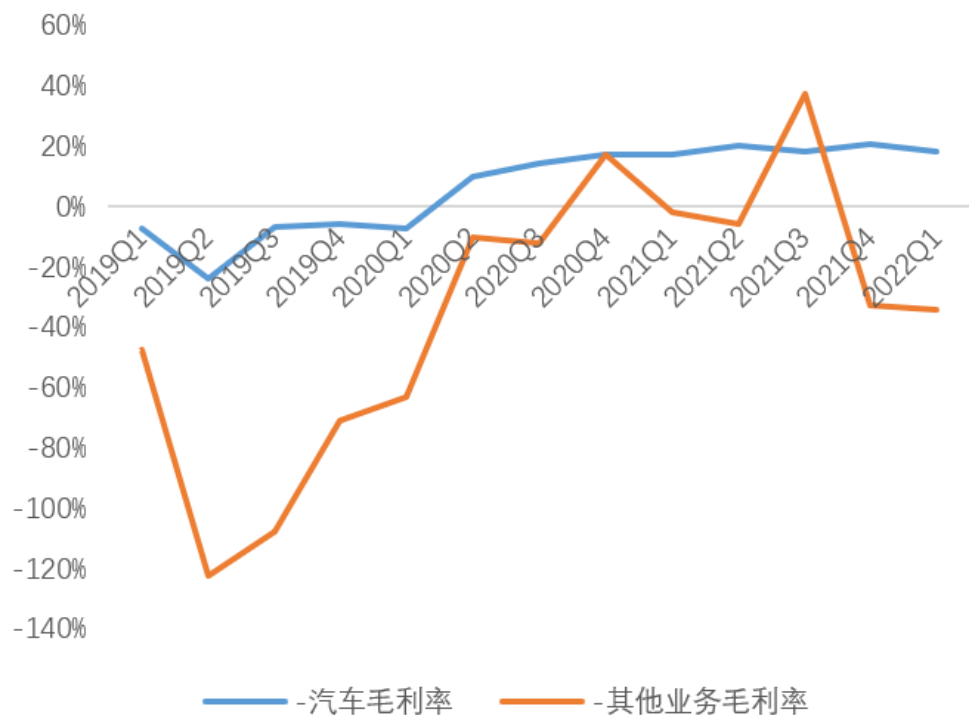
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自动驾驶取得实质性进展,公司预计 2022 实现完全自动驾驶。特斯拉持续迭代 FSD 测试版, 2022 年继续进行了 7 次软件更新, 公司 2022 年 3 月面向部分加拿大客户首次发布 FSD 测试版, 预计 2022 年年底向所有美国 FSD 客户发布测试版, FSD 将会成为特斯拉盈利的重要来源。

2. 蔚来：营收同环比保持增长，新车型密集推出

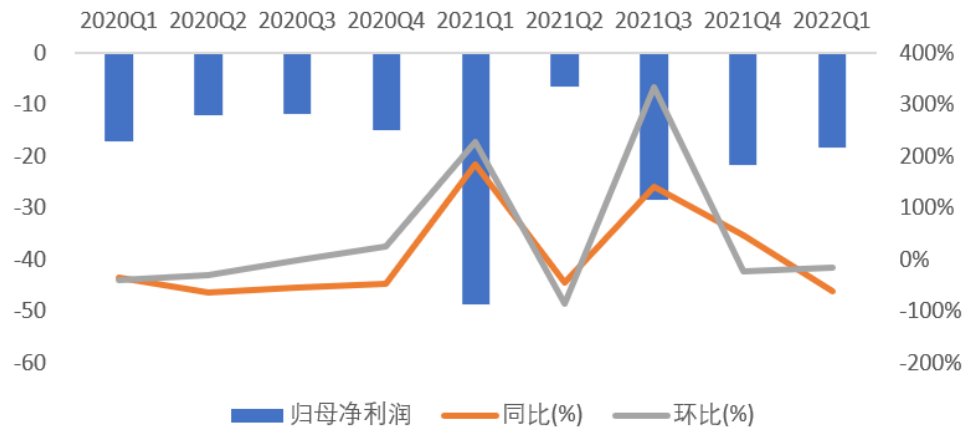
2022Q1 营收同比增长 24%，受原材料成本冲击毛利率同比下滑 5pct，业绩符合市场预期。蔚来 2022Q1 营收 99.11 亿元人民币，同比增长 24.2%，环比+0.1%，2022Q1 毛利率为 15%，同比下滑 5pct，归母净亏损为 18.25 亿元人民币，同比收窄 63%，环比收窄 16%。Q1 股权激励费用为 4.73 亿元人民币，同比增加 390.2%，环比增加 19.2%，主要是由于公司获得了额外的期权和限制性股票；扣除股权激励费用，2022Q1 净亏损为 13.52 亿元人民币，同比收窄 72%，环比收窄 24%。公司预计 2022Q2 公司营收为 93.4-100.88 亿元，同比增长 10.6%-19.4%。

图25：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26：蔚来季度净亏损（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 2022Q1 收入 92.44 亿元，同比增长 93%，毛利率 18%，同比提升 0.9pct，环比下滑 3pct，主要受原材料成本上升影响，公司是订单式生产，5 月 10 日起 ES8、ES6 与 EC6 各版本起售价上调 1 万元，预计于 Q3 开始交付调价后的车，随着新产品交付、单车收入增加及产量增加，公司预计 Q3 汽车毛利率反弹。公司从 4 月份开始与宁德时代签订新协议，电池成本会根据原材料联动，所以 Q2 电池成本上涨远高于 Q1。公司基本上是根据上个月电池材料的价格来决定这个月的电池包交付，因此 Q2 毛利压力比较大，电池成本 5 月相比 4 月价格已经有一些下降，整体呈下滑趋势。2022Q1 其他业务收入 6.67 亿元，同比提升 16%，环比下滑 3%。

图27：蔚来分季度分业务收入和毛利情况（亿元）

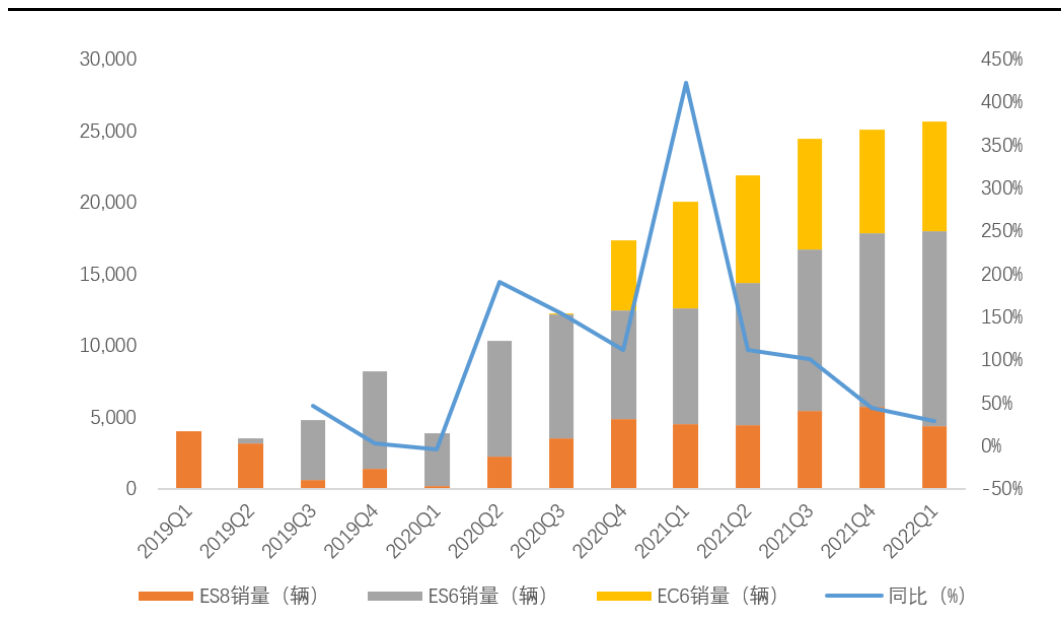
单位：亿元人民币	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
营业收入	13.74	36.79	45.26	66.41	79.82	84.48	98.05	99.01	99.11
营业成本	15.41	33.70	39.40	54.99	64.28	67.74	78.12	82.01	84.64
汽车销售收入	12.57	34.49	42.67	61.74	74.06	79.12	86.37	92.15	92.44
-汽车收入占比	92%	94%	94%	93%	93%	94%	88%	93%	93%
其他收入	1.17	2.30	2.59	4.67	5.77	5.36	11.68	6.85	6.67
-其他收入占比	8%	6%	6%	7%	7%	6%	12%	7%	7%
汽车销售成本	13.51	31.15	36.49	51.12	58.39	63.08	70.78	72.92	75.68
其他成本	1.91	2.54	2.91	3.87	5.89	5.66	7.34	9.10	8.96
汽车毛利	-0.93	3.34	6.19	10.62	15.67	16.04	15.59	19.24	16.76
-汽车毛利率	-7%	10%	15%	17%	17%	20%	18%	21%	18%
其他业务毛利	-0.74	-0.24	-0.32	0.80	-0.12	-0.30	4.34	-2.24	-2.30
-其他业务毛利率	-63%	-10%	-12%	17%	-2%	-6%	37%	-33%	-34%
毛利率	-12%	8%	13%	17%	20%	19%	20%	17%	15%
同比	1%	42%	25%	26%	32%	10%	7%	0%	-5%
环比	-3%	21%	4%	4%	2%	-1%	2%	-3%	-3%

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，ES6 销量占比超过一半以上。蔚来 2022Q1 共交付 25768 辆，同比增长 28%，环比增长 3pct，符合市场预期。其中，ES8 2022Q1 销量 4341 辆，同比下滑 4%，环比下滑 24%，占比 17%；ES6 2022Q1 销量 13620 辆，同比增长 68%，

环比增长 12%，占比 53%；EC6 2022Q1 销 7644 辆，同比增长 3%，环比增长 7%，占比 30%。其中 ES6 为 2022Q1 主要增量车型，销量占比由 2021Q4 的 49% 上升至 2022Q1 的 53%。

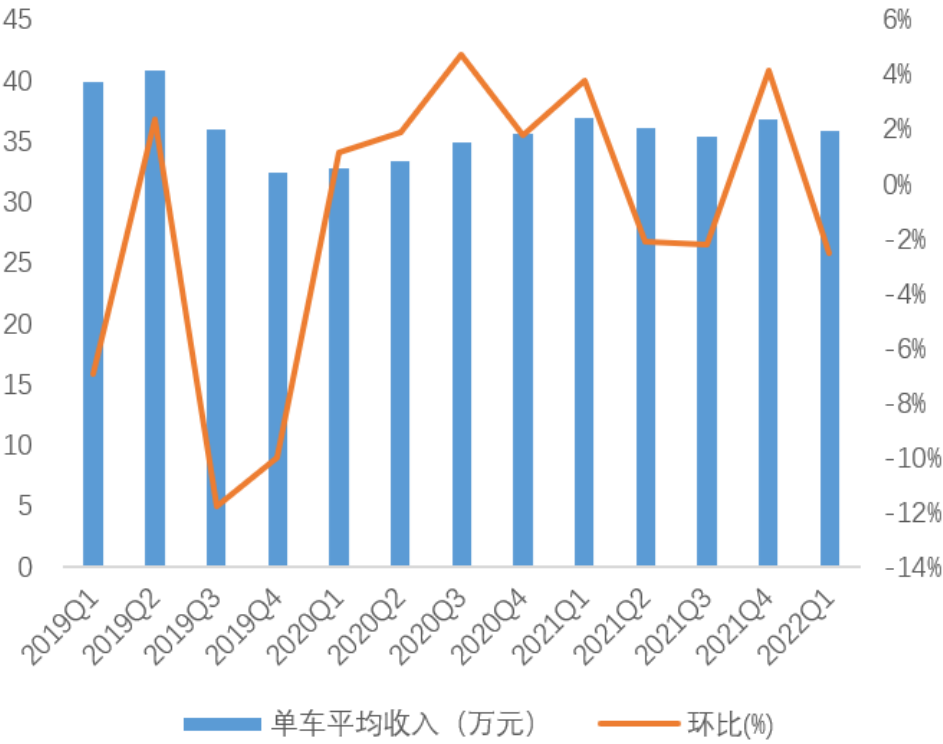
图28：蔚来季度分车型销量（辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

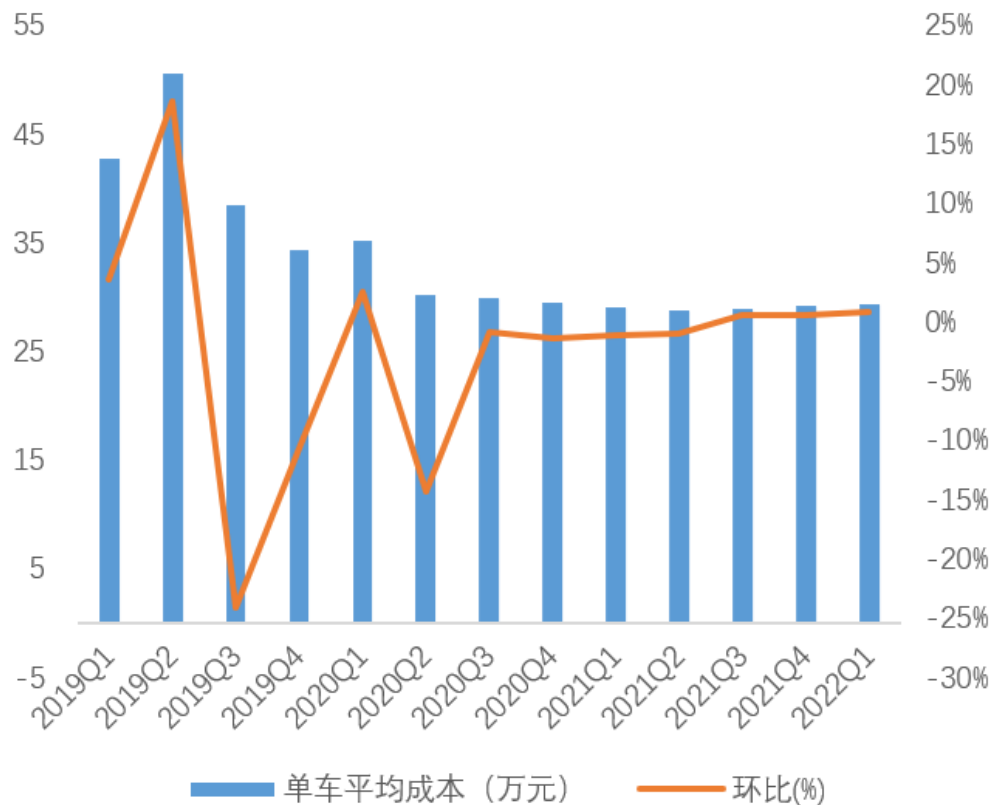
受原材料成本冲击单车毛利环比下滑 15%，预计 Q3 随着调价订单陆续交付毛利率将迎来修复。2022Q1 单车平均收入为 35.87 万元/辆，同比下滑 3%，环比下滑 3%；单车成本为 29.37 万元/辆，同比增长 1%，环比增长 1%，Q1 单车毛利为 6.51 万元/辆，同比下滑 17%，环比下滑 15%。公司 Q1 研发费用为 17.62 亿元，环比下滑 4%，单车研发费用为 6.84 万元/辆，环比下滑 6%。公司 Q1 销售管理费用为 20.15 亿元，环比下滑 15%，单车销售管理费用为 7.82 万元/辆，环比增长 17%。

图29：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30：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

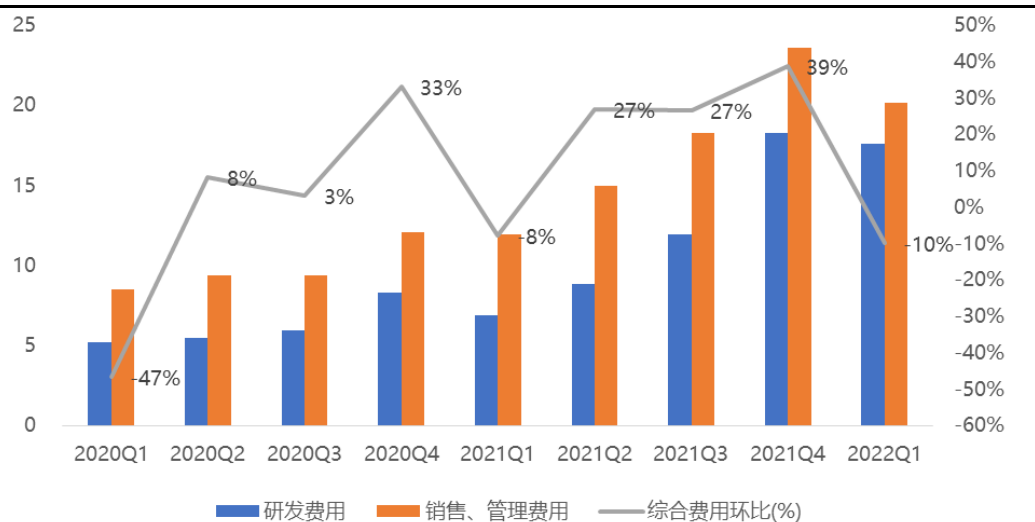
2022Q2 公司预计交付 2.3-2.5 万辆，同比增长 5%-14%。受新冠疫情、半导体短缺以及供应链波动等因素影响，2022Q1 公司销售 2.6 万辆。2022 年 4 月汽车交付 5074 辆，同比下滑 29%；5 月汽车交付 7024 辆，同比增长 5%。2022Q2 公司预计汽车交付量在 2.3-2.5 万辆之间，同比增长 5%-14%。

ES7 将于 6 月上市并将于 8 月下旬开始交付，ET5/ET7 将于 9 月交付，新车型密集上市助力销量爆发。在 2021 年 12 月 18 日举行的 NIO Day 上发布 ET5，订单超预期增长，预计将在 2022 年 9 月份交付。蔚来汽车 NT2.0 平台的第一款车 ET7 将于 3 月 28 日交付，量产进展顺利，已于 3 月初启动全国范围内的试驾活动，订单转化率超出预期。此外，蔚来还将在 2022 年再推出两款新车型，其中包括首款基于 NT2.0 平台的 SUV 车型 ES7，ES7 定位于中大型高端 SUV 市场，将于 6 月份正式上市，并将在 8 月下旬开始交付。公司大众化品牌预计于 2024 年下半年交付，基于 3.0 平台，定价 20-30 万元，公司的产品将覆盖更多细分市场。

F2 工厂投建用时 12 个月创业内速度记录，预计 2022 年下半年公司年产能达 24 万辆。2021 年 5 月 24 日，蔚来和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，公司 F1 工厂目前已经达到疫情前满产水平，F2 工厂已经完成生产线安装，预计 Q3 开始量产，3-4 个月爬坡至 1 万辆/月水平。F2 工厂投建总共用时 12 个月，创下行业内速度纪录。

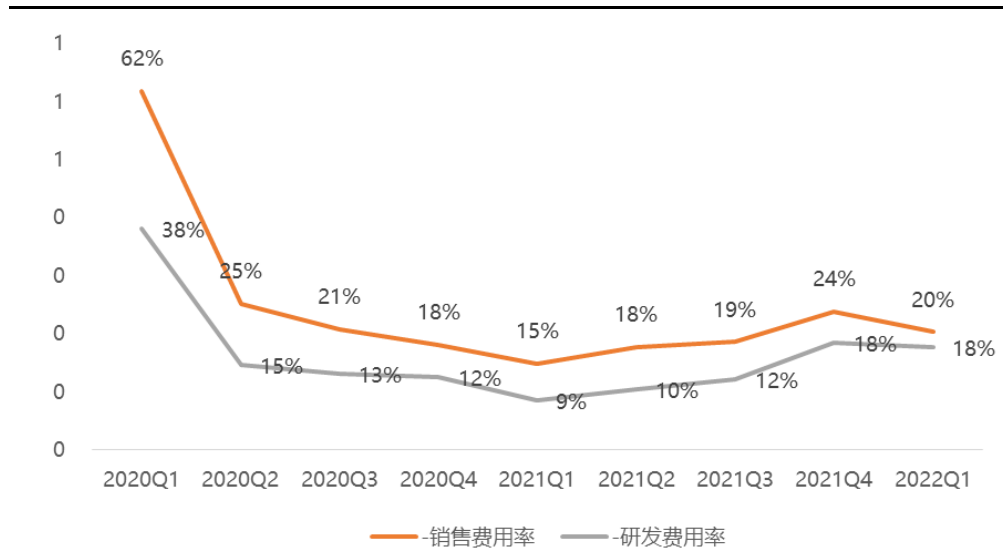
费用管控能力提升，研发投入持续增加。2022Q1 研发费用 17.62 亿元人民币，同比增长 156%，环比下降 4%，研发费用率为 18%，同比上升 9pct，环比下降 1pct，主要系新产品设计和开发成本的增加以及研发部门的人力成本增加导致了研发费用的增加。公司加大动力电池领域投入，截止 2022Q1 已经组建超 400 人团队，深入研发全栈电池核心技术，全面建立与增强电池体系化研发和工业化能力，长期提升产品竞争力和盈利能力。公司将于 Q3 推出 NOP+ 增强领航辅助功能为 NAD 实现超越期待的自动驾驶体验打下坚实基础。2022Q1 销售、管理费用 20.15 亿元人民币，同比增长 69%，环比下降 15%，销售、管理费用率 20%，销售、管理费用同比增加主要来源于销售与服务网络扩张成本、部门人力成本增加以及营销推广费用增加。

图31：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32：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 533 亿元人民币，成功在新加坡上市，资金实力叠加多融资渠道支撑公司未来发展。截至 2022 年 3 月 31 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 533 亿元人民币，5 月 20 日蔚来正式登陆新加坡交易所主板挂牌交易，成为首家在美国、中国香港、新加坡三地上市的电动车企业，新增融资渠道叠加巨额现金储备，足以支持未来业务持续运营和发展。在充电和电力网络方面，蔚来已经累计部署 829 座超充站和 4140 根目的地充电桩，销售服务和充换电网络的持续布局，将为蔚来的品牌知名度、用户满意度、销售增长带来长期贡献。在销售服务网络方面，公司在全球 152 个城市已有 381 家 NIO House 和 NIO Space，247 家服务中心，在 149 个国家拥有交付中心。公司积极扩大挪威的销售和服务网络，准备在德国、瑞典、丹麦推出产品和服务，美国市场目前处于研究阶段。

3. 小鹏：Q1 营收同比大增，成本冲击单车毛利微降

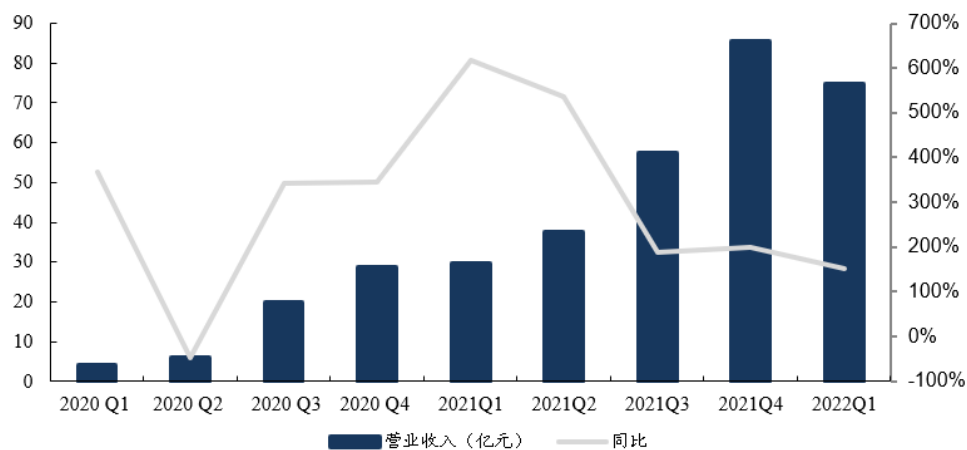
小鹏 2022 年 Q1 营收同比大增 153%，毛利率环比微增。小鹏 2022Q1 营收 74.6 亿元，同比大幅提升 153%；毛利率继续增长至 12.2%，环比提升 0.2pct，净亏损 17.01 亿元，相比 2021 年同期亏损扩大 116%，环比扩大 32%。分业务看，汽车销售业务 2022Q1 收入 69.99 亿元，同比增长 149%，毛利率 10.4%，环比下滑 0.5pct；整车快速上量拉动零部件及配套服务，服务及其他收入 4.56 亿元，同比增长 224%，毛利率 40.2%，环比上升 4.1pct。小鹏产能集中在广东，受疫情影响较小，且自 5 月中旬以来肇庆工厂已恢复两班制生产，公司预计 2022Q2 营收 68-75 亿元，同比增长 80.8%-99.4%，维持高增趋势。

图33：小鹏汽车分季度分业务收入和毛利率情况（亿元）

		2020A	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021A	2022Q1
汽车 销售	收入 (亿)	55.47	28.10	35.84	54.60	81.87	200.42	69.99
	-同比	156%	655%	562%	188%	199%	261%	149%
	收入占比	95%	95%	95%	95%	96%	95%	94%
	成本 (亿)	53.53	25.27	31.90	47.18	72.97	177.33	62.71
	毛利率	3.5%	10.1%	11.0%	13.6%	10.9%	11.5%	10.4%
	毛利 (亿)	1.94	2.84	3.94	7.43	8.92	23.09	7.27
	销量合计 (辆)	27,041	13,340	17,398	25,666	41,751	98,155	34,561
	P7交付量 (辆)	15,062	7,974	11,522	19,731	21,342	60,569	19,427
	P5交付量 (辆)				244	7,621	7,856	10,486
	G3/G3i交付量 (辆)	11,979	5,366	5,876	5,691	12,788	29,721	4,648
	平均毛利 (万/辆)	0.72	2.13	2.27	2.89	2.14	2.35	2.10
	平均成本 (万元/辆)	19.79	18.94	18.34	18.38	17.48	18.07	18.15
服务 及其他 收入	收入 (亿)	2.98	1.41	1.77	2.598	3.688	9.462	4.561
	-同比	98%	295%	256%	182%	218%	218%	224%
	收入占比	5%	5%	5%	5%	4%	5%	6%
	成本 (亿)	2.26	0.95	1.21	1.82	2.36	6.33	2.73
	毛利 (亿)	0.72	0.45	0.56	0.78	1.33	3.14	1.83
	毛利率	24.1%	32.2%	31.5%	30.1%	36.1%	33.1%	40.2%
合计	收入 (亿)	58.44	29.51	37.61	57.20	85.56	209.88	74.55
	-同比	152%	616%	537%	187%	200%	259%	153%
	成本 (亿)	55.78	26.21	33.13	48.99	75.33	183.66	65.44
	毛利 (亿)	2.66	3.30	4.49	8.21	10.23	26.23	9.11
	毛利率	4.6%	11.2%	11.9%	14.4%	12.0%	12.5%	12.2%

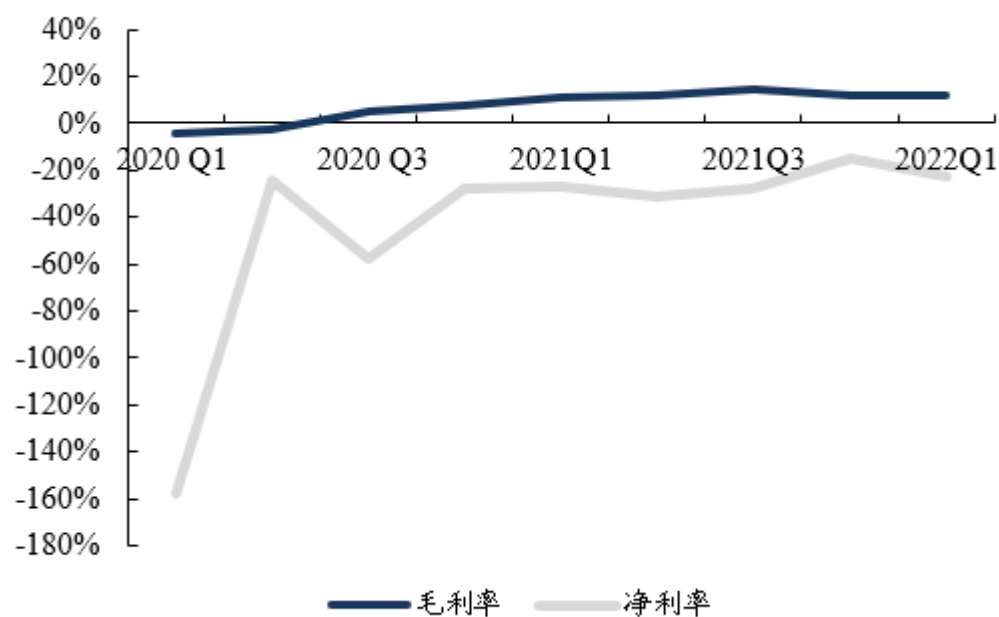
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：小鹏汽车分季度营收情况（亿元）



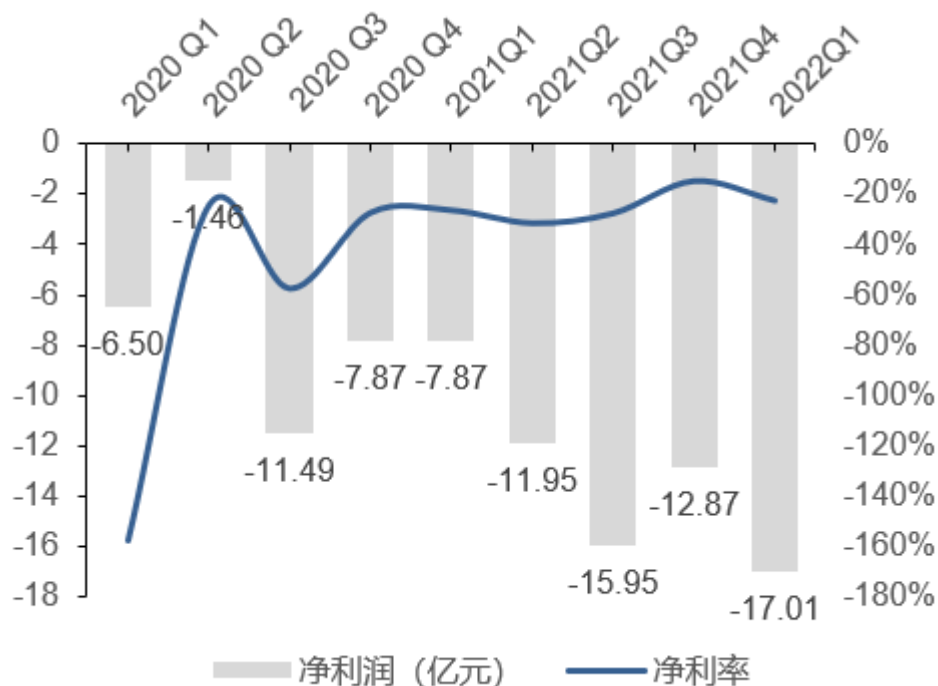
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：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

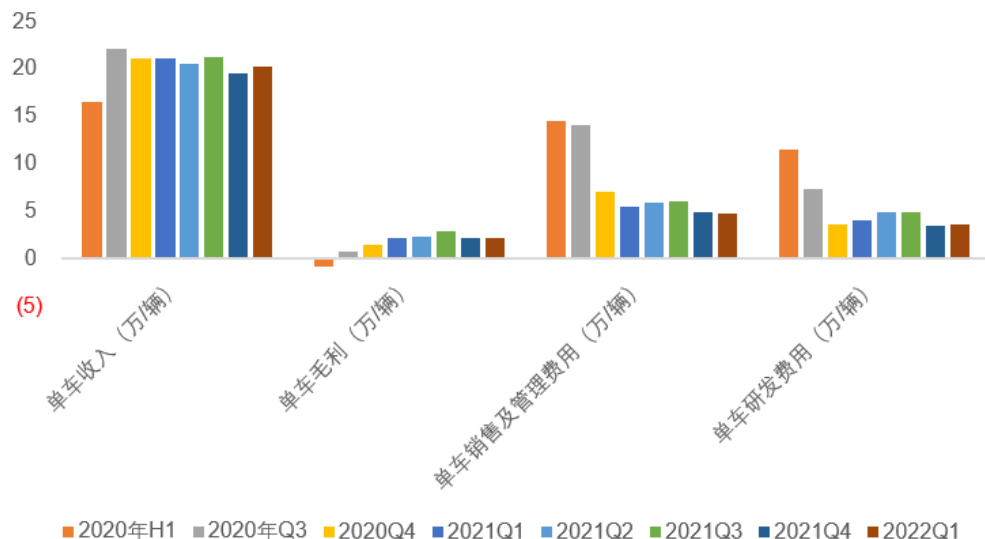
图36：小鹏汽车分季度净利润和销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成本冲击 Q1 单车毛利环比微降，3 月涨价落地 Q2 盈利水平有望修复。2022Q1 单车平均收入 20.25 万元/辆，同比下降 3.88%，环比提升 3.27%；单车成本 18.15 万元/辆，同比下降 4.19%，环比提升 3.83%，单车毛利 2.10 万元/辆，同比下滑 1.10%，环比下滑 1.54%；电动车快速上量摊薄费用，单车研发费用 3.53 万元/辆，同比下滑 11.91%，环比提升 1.65%；单车销售管理费用 4.75 万元/辆，同比下滑 12.09%，环比下滑 1.60%。公司从 3 月 21 日起将所有车型的价格上调 1-2 万元，用来对冲电池、原材料以及芯片成本的上涨，Q2 盈利水平有望修复。

图37: 小鹏汽车分季度单车数据 (万元/辆)

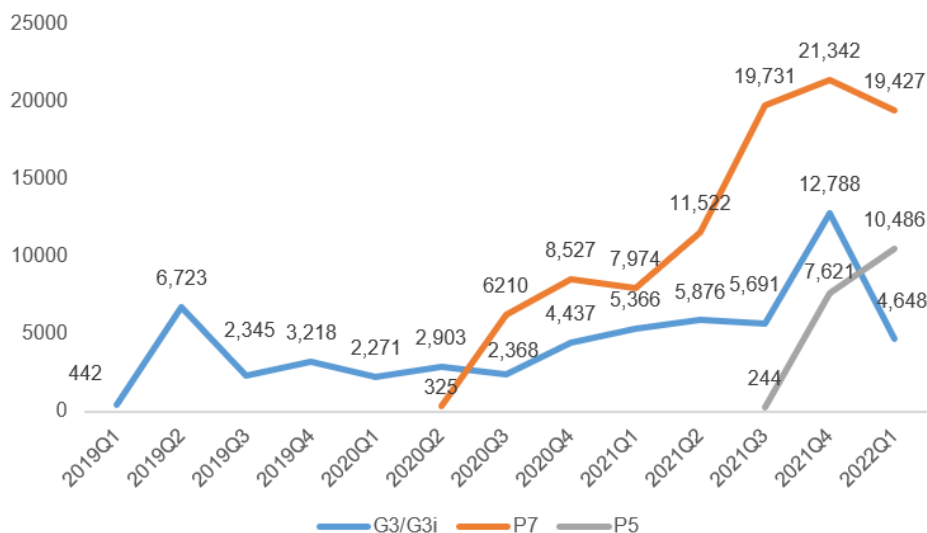


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司整体费用率稳中有降，研发费用率维持较高水平。2022Q1 费用总支出为 28.63 亿元，同比增长 128%，环比下降 17%。2022Q1 公司费用率为 38.40%，环比下降 2.12pct，其中销售管理费用 16.4 亿元，同比增长 128%，环比下滑 16%，销售管理费用率为 22.0%，环比下降 1.54pct；研发费用 12.2 亿元，同比增长 128%，环比下滑 19%，研发费用率为 16.4%，环比下降 0.58pct，维持在较高水平。

Q1 淡季不淡，新车交付 3.5 万辆，Q2 公司预计交付 3.1-3.4 万辆，全年维持高增预期。小鹏 2022Q1 交付量同比大幅增长，共交付新车 34561 辆，同比增长 159%，受春节等节假日影响环比下降 17%，其中 3 月份交付新车超 1.5 万辆，达到 2021 年旺季的水平。小鹏 P7 在 Q1 交付量达 19427 辆，同比大增 144%，环比下滑 9%，销量占比 56%，环比提升 5pct，截至 3 月份累计销量突破 10 万辆，其中 3 月单月交付首次超 9000 辆，创历史新高。小鹏 P5 从 2021 年 10 月份开始量产后交付量保持稳步增长的势头，2022Q1 交付量达 10486 辆，其中超过 50%可支持 XPILOT3.0 或 XPILOT3.5。受疫情影响，小鹏 4 月份整体交付新车 9002 辆，环比下滑 42%，公司预计 Q2 新车交付 3.1-3.4 万辆，同比增长 78.2%-95.4%，随着疫情逐步得到控制以及下半年消费旺季到来，我们预计公司全年汽车交付辆维持高增。

图38：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

电池供应多元化布局有望 Q2 落地，供应链管理能力和大幅提升。公司从 2021 年以来，与许多行业领先的供应商建立合作伙伴关系以实现电池供应多元化，并有望在 2022Q2 落地。电池供应多元化布局有助于公司降低电池供应风险提高交付效率，另外公司将从 Q2 开始进行长期的 BOM 成本优化。公司持续加强供应链准备，并为一些关键零部件建立了库存。此外公司逐步形成了强大的嵌入式系统硬件和软件平台内部研发能力，使得公司能够加强替代芯片的验证、集成和实施，从而能够快速解决芯片供应短缺问题并加强成本控制能力。

公路 NGP 已大规模应用，XPILOT 成为中高端车型标配渗透率有望大幅提升。2022Q1 公司的公路 NGP 里程渗透率接近 70%，截至第一季度末，公司高速公路 NGP 已经帮助客户驾驶超过 2400 万公里。公司 5 月中旬在广州成功地进行了城市 NGP 工程版的测试，一旦获得城市道路高清地图的相关批准，公司计划推出城市 NGP，并逐步推广到更多城市。公司将 XPILOT 软件作为公司现有电动汽车中高端版本的标准配置，从 5 月 9 日开始软硬一体化销售，这将加速 XPILOT 软件的渗透，并通过规模化降本使得 XPILOT 更便宜。公司认为当前的核心重点是确保智能辅助驾驶软件的大规模普及以提高渗透率和覆盖率，首要任务是提升公司技术的粘性，并向 2026 年 L4 级别自动驾驶技术过渡。公司相信在将来这个体系上面还有更多的新的软件或者新的生态下面的一些商业模式会出现。

旗舰 SUV 小鹏 G9 即将于 Q3 开始交付，公司毛利率有望迎来结构性改善，中长期目标 25% 以上。公司总部广州受疫情影响较小，新车型研发进展顺利。G9 是公司旗舰

SUV 车型，计划于 Q3 正式推出，并于 Q4 大规模交付，其采用 X-EEA 3.0 电子电气架构以及 XPower 3.0 动力系统，是国内首个基于 800V 高压 SiC 平台的量产车，公司有信心将其打造为智能纯电中大型 SUV 爆款。另外，公司计划于 2023 年推出两个全新平台首款汽车，包含 1 款 C 级车和 1 款 B 级车，最终实现 15-40 万元价格区间各细分市场的全覆盖。随着 G9 和后续新车型陆续推出，公司将实现结构性毛利率的改善，中长期公司毛利率目标是提升到 25% 以上。

图39：小鹏 G9



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自营充电网络覆盖全国所有地级行政区和直辖市，480kW 超充电桩将于 Q4 部署。公司实体销售服务网络继续扩张，截止 2022 年 3 月 31 日，公司有 366 家销售门店，覆盖 138 座城市。2022 年将继续完善销售网络布局，提升店效。截至 2022 年 4 月 30 日，公司布局的自营充电网络进一步扩展至 954 座充电站，其中有 774 座小鹏自营超级充电站以及 180 座目的地充电站，涵盖中国所有的 337 座地级行政区和直辖市。随着 G9 大规模交付，公司将于 Q4 开始部署下一代 480kW 超充电桩，实现充电 5 分钟续航 200 公里，有效满足客户需求提供用户体验。

4. 理想：Q1 业绩同比高增，盈利能力持续提升

Q1 营收及净利润同比高增，环比略降，毛利率同环比上升，业绩超市场预期。2022Q1 营收 95.62 亿元，同环比 +167.5%/-10.0%，2022Q1 毛利率为 22.6%，同环比 +5.33pct/+0.22pct，归母净利润-0.11 亿元，亏损额同比收窄 97%，环比由正转负，主要系公司扩大研发团队导致研发费用增加所致。公司预计 2022Q2 营收 61.6-70.4 亿元，同比增长 22.3%-39.8%。

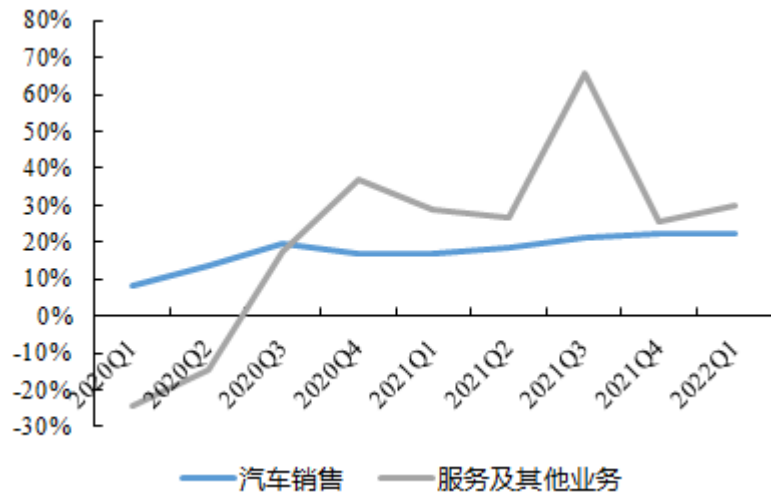
汽车业务营收同比高增，盈利能力逐季提升。2022Q1 汽车销售收入 93.1 亿元，同环比 +168.7%/-10.3%，毛利率 22.44%，同环比 +5.54pct/+0.1pct；服务收入及其他 2022Q1 收入共 2.53 亿元，同环比 +126.3%/+3.44%，毛利率为 29.66%，同环比 +0.98pct/+4.35pct。

图40：理想分季度分业务收入和毛利情况（亿元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
汽车销售	收入 (亿元)	8.41	19.19	24.65	40.60	34.64	49.03	73.86	103.76
	收入占比	98.80%	101.01%	98.16%	97.93%	96.90%	97.30%	94.99%	97.70%
	成本 (亿元)	7.70	16.55	19.76	33.66	28.79	39.86	58.30	80.58
	毛利率	8.45%	13.70%	19.80%	17.10%	16.90%	18.70%	21.10%	22.34%
	毛利 (亿元)	0.71	2.63	4.88	6.94	5.85	9.17	15.58	23.18
	理想ONE销量合计 (辆)	2,896	6,604	8,660	14,464	12,579	17,575	25,116	35,221
	环比	197.64%	128.04%	31.13%	67.02%	-13.03%	39.72%	42.91%	40.20%
	单车收入 (万元/辆)	29.04	29.06	28.46	28.07	27.54	27.90	29.41	29.46
	单车成本 (万元/辆)	26.59	25.07	22.82	23.27	22.88	22.68	23.21	22.88
服务及其他业务	单车毛利 (万元/辆)	2.45	3.99	5.64	4.80	4.65	5.22	6.20	6.58
	收入 (亿元)	0.11	0.28	0.46	0.89	1.12	1.36	3.89	2.45
	收入占比	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.05	0.02
	成本 (亿元)	0.13	0.32	0.3797	0.56	0.80	1.00	1.33	1.83
	毛利率	-24.53%	-14.41%	17.60%	36.79%	28.67%	26.45%	65.87%	25.31%
合计	毛利 (亿元)	-0.03	-0.04	0.08	0.33	0.32	0.36	2.57	0.62
	收入 (亿元)	8.52	19.00	25.11	41.50	35.75	50.39	77.75	106.20
	成本 (亿元)	7.83	16.47	20.14	34.22	29.58	40.86	59.63	82.40
	毛利率	8.02%	13.30%	19.78%	17.50%	17.30%	18.90%	23.30%	22.41%

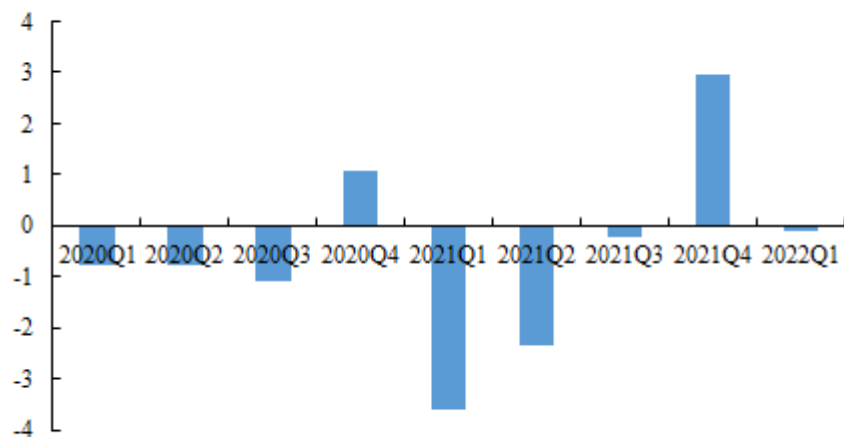
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41：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

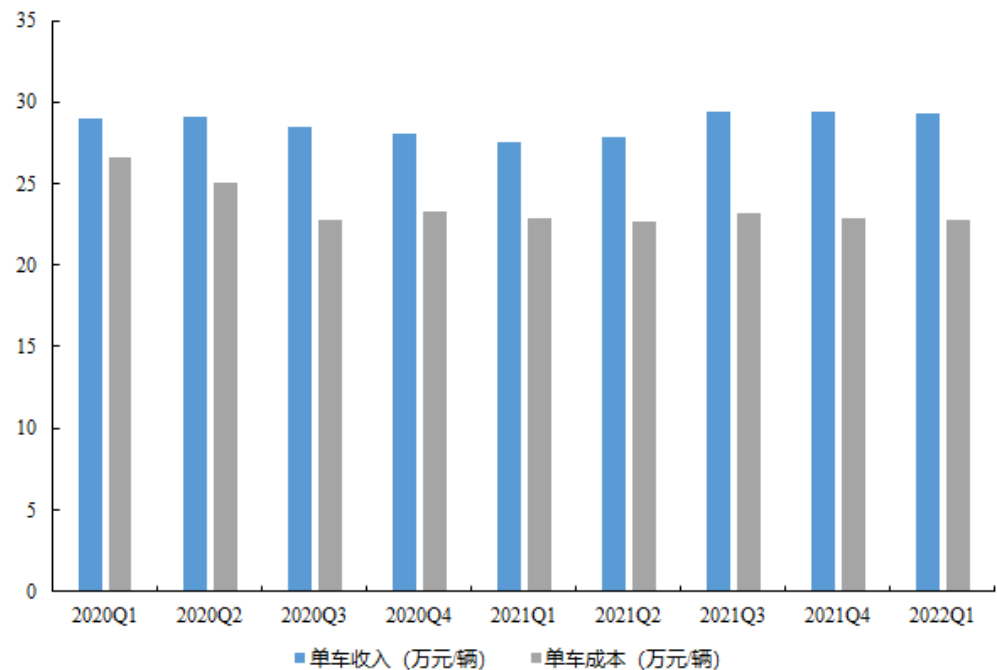
图42：理想季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022Q1 单车收入、成本环比微降，单车毛利同环比提升。2022Q1 单车收入 29.35 万元/辆，同环比+6.58%/-0.37%，单车成本为 22.76 万元/辆，同环比-0.52%/-0.50%，随着交付量的提升后续成本有望下降。Q1 单车毛利为 6.59 万元/辆，同环比+41.51%/+0.07%。4 月 1 日理想 ONE 全国统一零售价从 33.8 万元上调至 34.98 万元，涨幅达 1.18 万元，可显著对冲上游原材料价格大幅上涨带来的成本压力，预计 Q2 毛利率维持较高水平。

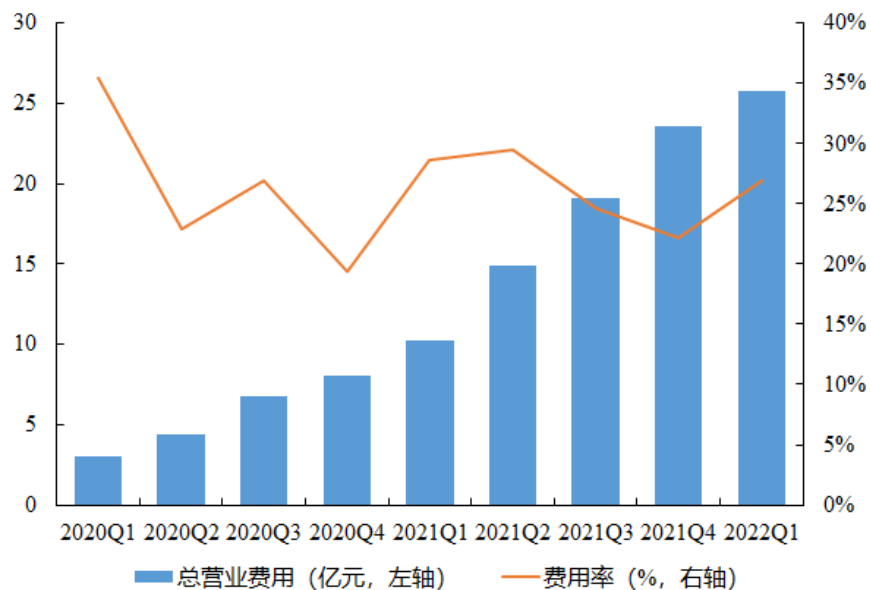
图43: 理想单车季度平均收入及成本 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

费用率环比上升, 研发投入持续增加。2022Q1 费用总支出为 25.8 亿元, 同环比 +151.6%/+9.4%。2022Q1 公司费用率为 26.95%, 同环比-0.02pct/+4.77pct, 其中销售管理费用 12.03 亿元, 同环比+135.91%/+6.85%, 销售管理费用率为 12.58%, 同环比-1.68pct/+1.98 pct, 主要系公司分销网络的扩大, 员工人数和租赁费用的增加; 研发费用 13.74 亿元, 同环比+167.05%/+11.71%, 研发费用率为 14.37%, 同环比-0.02pct/+2.79pct, 公司预计 2022 年研发费用为 50 亿左右, 2023 年为 60~70 亿。整车、增程技术、超高快充、自动驾驶和车内智能, 均为公司正在研发的方向, 其中增程平台上实现的功能将和纯电平台进行共享。

图44: 理想各季度总费用及费用率 (亿元)



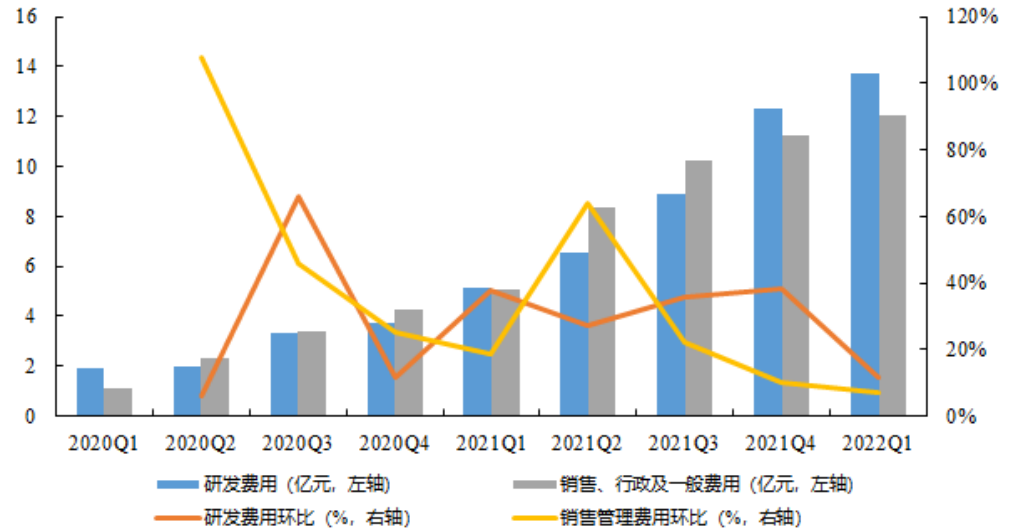
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45: 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

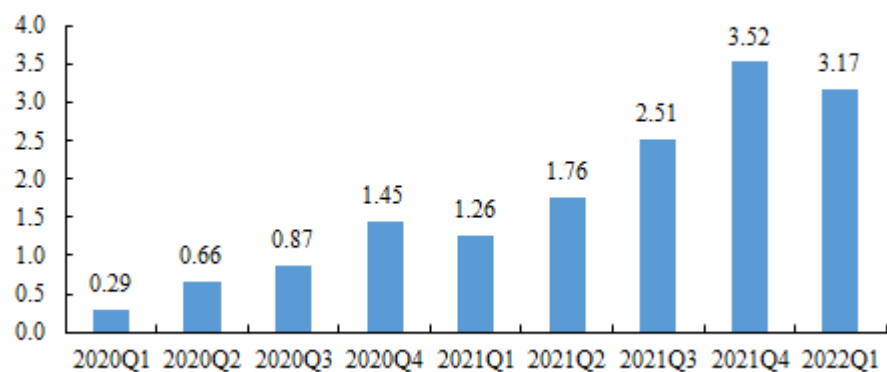
图46: 理想季度研发费用及销售、管理费用（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司预计 2022Q2 交付新车 2.1-2.4 万辆，同比增长 19.5%-36.6%。公司 2022Q1 交付 3.17 万辆理想 ONE，同环比+152.13%/-9.95%。2022 年 4 月，理想汽车交付 4167 辆，同环比-25%/-62%，受疫情影响大幅下滑。公司预计 2022Q2 受疫情影响交付量将下降至 2.1-2.4 万辆，同比增长 19.5%-36.6%。公司 Q1 新车订单量维持单月 1.3-1.5 万辆，单月有效产能仅 1 万辆左右，供不应求。公司新产线 4 月开始投产，5 月开始爬坡，且公司的新车交付周期仅 1 个月左右，显著低于同业，预计随着疫情好转，公司新车交付量迎来高速增长。

图47：2020-2022Q1 年理想各季度交付量（万辆）

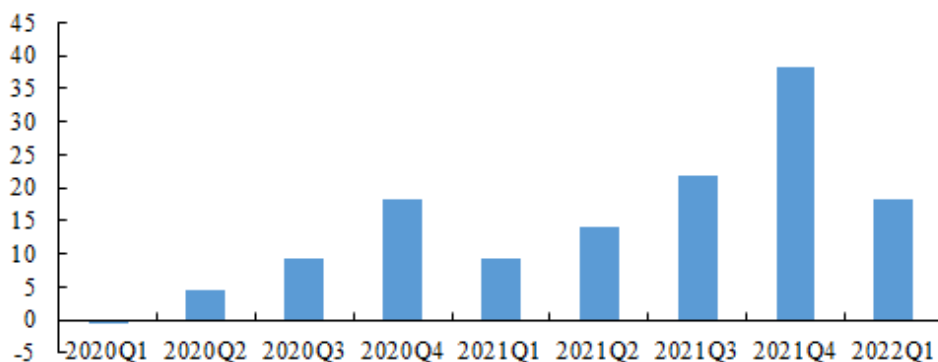


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金储备丰厚，为渠道拓展与研发投入提供保障。公司 2022Q1 经营现金流净额为 18.34 亿元，同环比+97.96%/-52.21%，自由现金流为 5.02 亿元，环比降低 68.93%。截至

2022 年 3 月 31 日，理想汽车现金储备高达 511.9 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 2022 年 4 月 30 日，公司在 106 个城市拥有 225 家零售店，并在 211 个城市拥有售后维修中心及授权钣喷中心 292 家。

图48: 理想经营性现金流净额(亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

智能旗舰 SUV 理想 L9 计划于 2022Q3 交付，五大平台支撑公司未来多产品布局。2021 年理想 ONE 在 30 万-40 万电动车市场份额达 30%，并且还在继续增长在，连续 11 个月蝉联中大型 SUV 销量榜冠军。公司计划将于 2022 第三季度交付第二款车型——专为家庭用户打造的智能旗舰 SUV 理想 L9，并计划于 2023 推出 3 款产品，包括全新一代增程旗舰产品，全新 BEV 高电压平台产品以及第一款 20-30 万元中型车产品。公司开发了五大平台支持公司产品拓展到不同价格领域，规划未来在 20-50 万价格区间每一个细分市场均形成一款纯电动+一款增程式电动车的布局，形成类似于 iPhone 的产品组合，并追求在每个细分市场做到绝对领导者。

北京制造基地 2023 年投入运营，重庆制造基地建设在即。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 12 月，公司与重庆市政府签订战略合作框架协议，将在两江新区建设重庆制造基地。新增制造基地将进一步增强公司满足日益强劲的市场需求的能力，为公司的持续增长夯实基础。

5. 投资建议

电动车低点已过，政策刺激力度加大，产销环比向好，全年龙头预计 60-100%高增，目前估值仍处底部，继续强烈看好电动车板块超跌反转，第一条主线看好 Q2 盈利拐点叠加储能加持的电池，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪，关注派能科技、国轩高科、欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为持续紧缺、盈利稳定的龙头：隔膜（恩捷股份、星源材质）、负极（璞泰来、杉杉股份、贝特瑞，关注中科电气）、结构件（科达利）、添加剂（天奈科技）、前驱体（中伟股份）；第三条为盈利下行但估值底部的电解液（天赐材料、新宙邦），三元（容百科技、华友钴业、当升科技）、铁锂（德方纳米）、铜箔（嘉元科技、诺德股份）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注赣锋锂业、天齐锂业等）。

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。

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>