电气设备行业点评

蔚来汽车年报点评：全年毛利率转正，销量高增长开启

增持（维持）

2021 年 03 月 02 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

- **全年营收同比翻番，毛利率达 11.5%，超预期。**蔚来 20 全年营收 162.58 亿元，同比大幅提升 108%，毛利率 11.5%，同比转正（2019 年全年毛利率为-15.3%），净亏损 56.11 亿元，相比去年同期亏损大幅缩窄 51%，其中汽车销售业务 20 全年收入 151.8 亿元，同比增长 106.1%，毛利率 12.7%。

- **20Q4 汽车毛利率环比提升，外汇损失导致亏损环比扩大。**20Q4 公司营收 66.41 亿元，同比大幅上升 133%，环比增长 47%，综合毛利率 17.2%，环比提升 4.3pct，净亏损 14.92 亿元，相比去年同期亏损缩窄 48%，环比亏损扩大 26%，主要由于 Q4 人民币贬值产生了部分未实现外汇损失所致。20Q4 汽车业务收入 61.74 亿元，同环比+132%/+45%，毛利率 17.2%，环比上升 3pct；其他业务收入 4.67 亿元，同比+187%，环比+80%，主要来自于新能源积分收入、家用充电桩的安装、以及配附件的销售收入，毛利润 17.1%，首次转正。

- **20 年自主需求爆发，销量表现超预期：**蔚来 2020 全年共交付 4.4 万辆车，同比增长 112.6%，创历史新高。四季度共交付 1.74 万辆，同比+111%，环比+42%，超原目标 1.65-1.70 万辆，创历史新高。其中，ES8 四季度销 4873 辆，同环比+248%/+38%，ES6 四季度销 7574 辆，同环比+11%/-13%，销量占比达 44%，贡献主要销量，EC6 四季度销 4906 辆，环比增长 30563%。Baas 目前选用率在 55%左右，有效降低了消费者的购车门槛，高毛利的 ES8、EC6 车型表现出良好的竞争力。

- **公司预期 21Q1 交付 2 万辆+，年中新产能陆续释放，我们预计下半年开启高增：**蔚来 21 年 1 月共交付新车 7225 台，同比增长 352.1%，环比增长 3.1%，2 月交付 5579 辆，同比增长 689%，受春节假期影响，环比下滑 22.8%。公司预计 21 年 1 季度交付 2.0-2.05 万辆，同比增长 421%-434%，环比增长 15%-18%，销量持续向上。此外，公司预计 Q2 排产会受电池产能、芯片产能的影响，预计维持单月 7500 辆左右的交付能力。新增产能预计 7 月开始释放，预计明年 1 月份实现单班 15 万辆双班 30 万辆的产能目标。我们预计公司全年交付接近 9 万辆，同比翻番。

投资建议

- 造车新势力销量再创新高，高景气度维持，Q1 销量预期上修至 45-50 万辆，同比大增 250-300%，全年销量预期上修至 240-250 万辆，同比 80%；近期板块回调，核心标的估值跌至 35-45 倍，而行业基本面持续向上，Q1 销量排产超预期，锂、六氟等加速涨价，行业供应偏紧，景气度高企，当前为买入良机，**继续强烈推荐三条主线**：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（**宁德时代、亿纬锂能、容百科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、恩捷股份、欣旺达**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、华友钴业、容百科技、当升科技，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份**）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（**比亚迪，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技**、国轩高科、孚能科技、中科电气、星源材质）。

- **风险提示：**政策及销量不及预期

行业走势



相关研究

1、《电气设备新能源行业周报：电动车和光伏产业链全面涨价，估值进入底部区间》2021-02-28
2、《电气设备新能源行业周报：电动车上游材料持续上涨，光伏硅料和硅片小涨》2021-02-21
3、《电气设备行业点评：电动车 1 月销量点评：1 月销量好于预期，爆款车型热度持续》2021-02-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全年营收同比翻番，毛利率达 11.5%，超预期。蔚来 20 全年营收 162.58 亿元，同比大幅提升 108%，毛利率 11.5%，同比转正（2019 年全年毛利率为-15.3%），净亏损 56.11 亿元，相比去年同期亏损大幅缩窄 51%，其中汽车销售业务 20 全年收入 151.8 亿元，同比增长 106.1%，毛利率 12.7%。

20Q4 汽车毛利率环比提升，外汇损失导致亏损环比扩大。20Q4 公司营收 66.41 亿元，同比大幅上升 133%，环比增长 47%，综合毛利率 17.2%，环比提升 4.3pct，净亏损 14.92 亿元，相比去年同期亏损缩窄 48%，环比亏损扩大 26%，主要由于 20Q4 美元贬值产生了部分未实现外汇损失所致。20Q4 汽车业务收入 61.74 亿元，同环比+132%/+45%，毛利率 17.2%，环比上升 3pct；其他业务收入 4.67 亿元，同比+187%，环比+80%，主要来自于新能源积分收入、家用充电桩的安装、以及配附件的销售收入，毛利润 17%，首次转正，其中积分收入贡献毛利 1.2 亿元，提升综合毛利率 1.2pct。

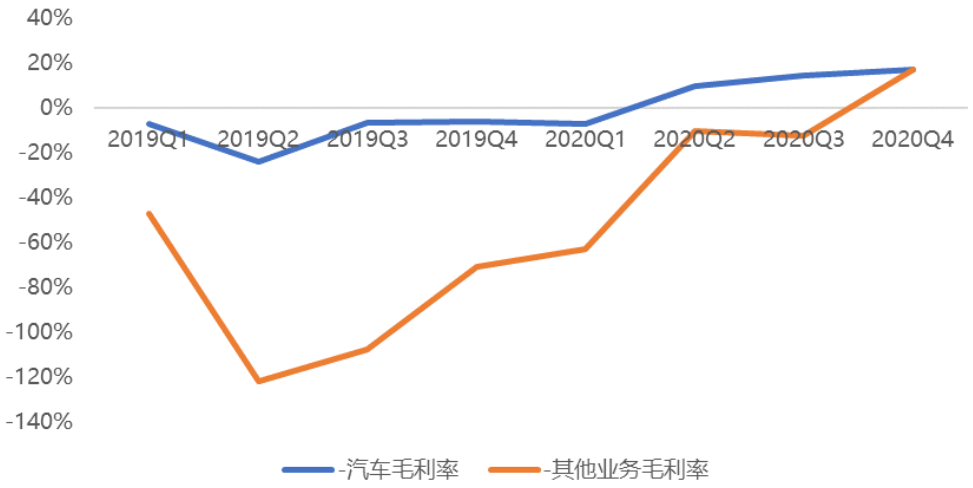
图 1：蔚来分季度分业务收入和毛利率情况（亿元）

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	16.89	15.46	18.30	28.27	13.74	36.79	45.26	66.41
营业成本	18.50	20.13	20.58	31.02	15.41	33.70	39.40	54.99
汽车销售收入	15.90	14.50	17.27	26.63	12.57	34.49	42.67	61.74
-汽车收入占比	*94%*	*94%*	*94%*	*94%*	*92%*	*94%*	*94%*	*93%*
其他收入	0.99	0.96	1.03	1.63	1.17	2.30	2.59	4.67
-其他收入占比	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*8%*	*6%*	*6%*	*7%*
汽车销售成本	17.04	17.99	18.44	28.23	13.51	31.15	36.48	51.12
其他成本	1.46	2.14	2.14	2.79	1.91	2.54	2.92	3.87
汽车毛利	-1.14	-3.49	-1.17	-1.60	-0.93	3.34	6.19	10.62
-汽车毛利率	*-7%*	*-24%*	*-7%*	*-6%*	*-7%*	*10%*	*15%*	*17%*
其他业务毛利	-0.47	-1.18	-1.11	-1.16	-0.74	-0.24	-0.33	0.80
-其他业务毛利率	*-47%*	*-122%*	*-108%*	*-71%*	*-63%*	*-10%*	*-13%*	*17%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

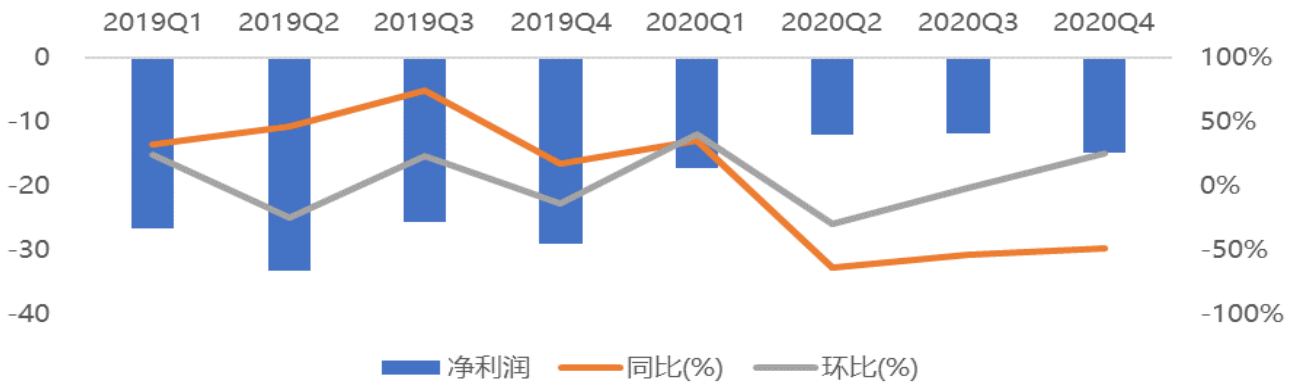
图 2：蔚来分业务毛利率情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：蔚来季度净亏损（亿元）



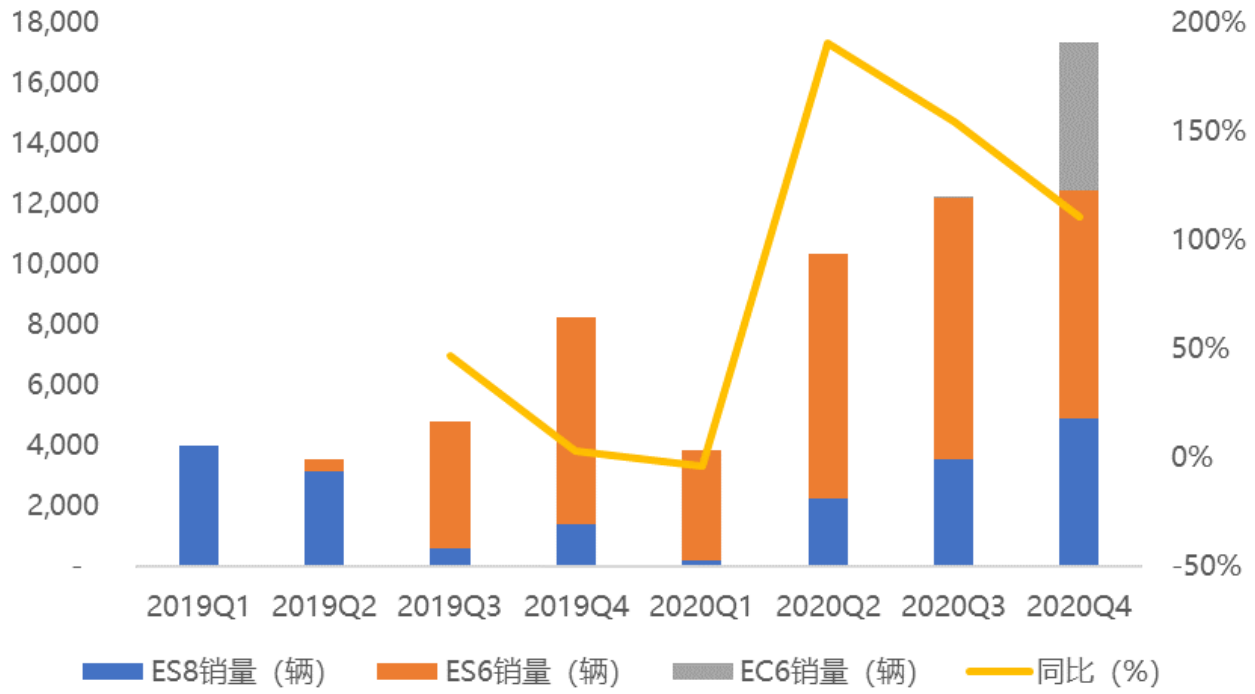
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年自主需求爆发，销量表现超预期：蔚来 2020 全年共交付 4.4 万辆车，同比增长 112.6%，创历史新高。四季度共交付 1.74 万辆，同比+111%，环比+42%，超原目标 1.65-1.70 万辆，创历史新高。其中，ES8 四季度销 4873 辆，同环比+248%/+38%，ES6 四季度销 7574 辆，同环比+11%/-13%，销量占比达 44%，贡献主要销量，EC6 四季度销 4906 辆，环比增长 30563%。Baas 目前选用率在 55%左右，有效降低了消费者的购车门槛，高毛利的 ES8、EC6 车型表现出良好的竞争力。

21Q1 公司预期交付 2 万辆+，年中新产能陆续释放，我们预计下半年开启高增：蔚来 21 年 1 月共交付新车 7225 台，同比增长 352.1%，环比增长 3.1%，连续第六个月创品牌单月交付数新高，其中 ES8 交付 1660 辆，ES6 交付 2720 辆；EC6 交付 2845 辆。2 月交付 5579 辆，同比增长 689%，受春节假期影响，环比下滑 22.8%，其中 ES8 交付

1,327 辆; ES6 交付为 2,216 辆; EC6 交付为 2,035 辆。公司预计 21 年 1 季度交付 2.0-2.05 万辆，同比增长 421%-434%，环比增长 15%-18%，销量持续向上。此外，公司预计 Q2 排产会受电池产能、芯片产能的影响，预计维持单月 7500 辆左右的交付能力。新增产能预计 7 月开始释放，预计明年 1 月份实现单班 15 万辆双班 30 万辆的产能目标。我们预计公司全年交付接近 9 万辆，同比翻番。

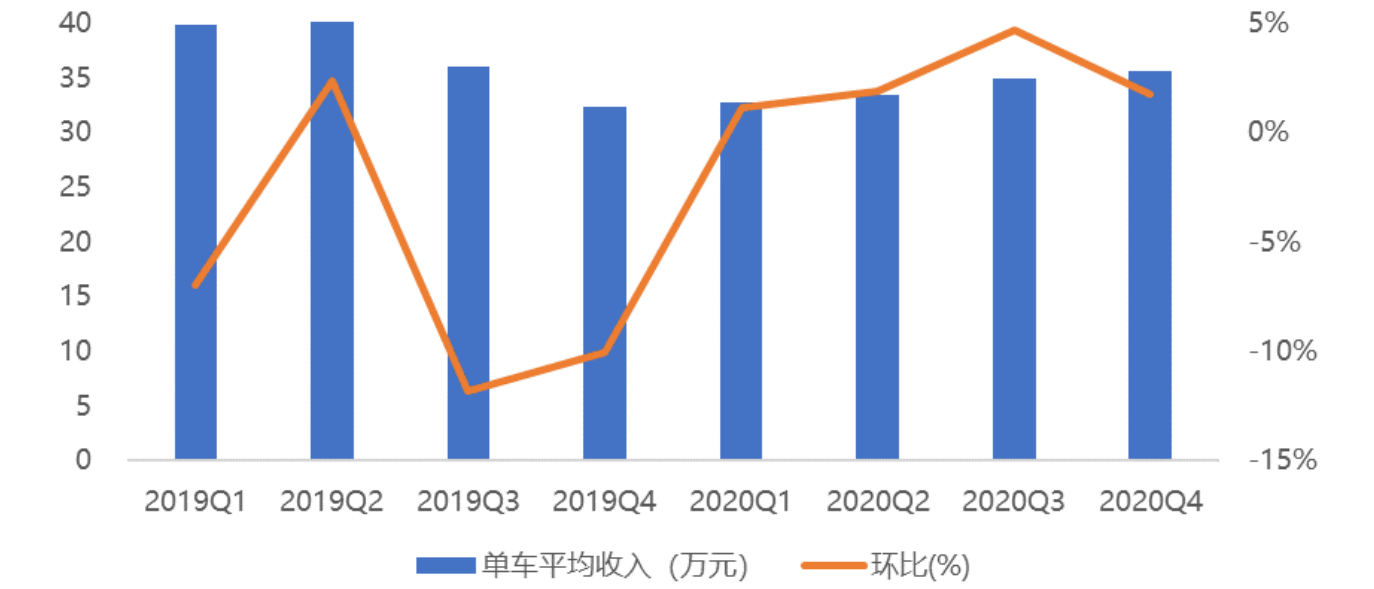
图 4：蔚来季度分车型销量（辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

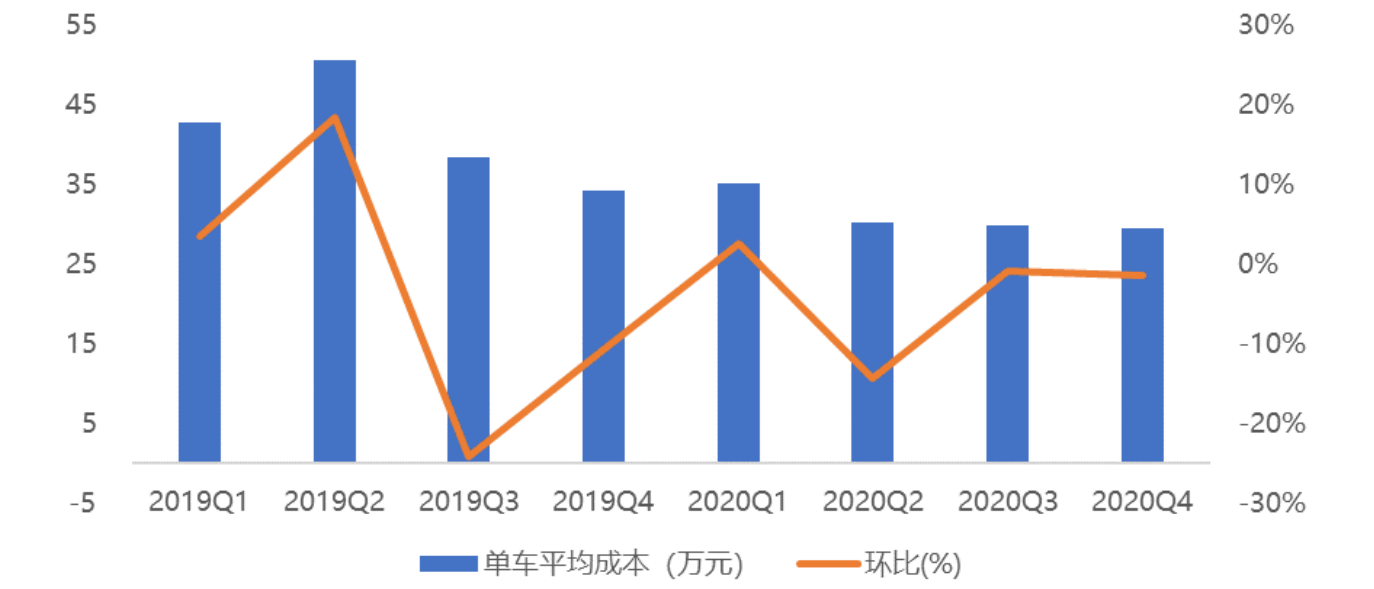
20Q4 单车收入同环比上升，单车成本连续四个季度下行。20 年单车平均售价 34.64 万元/辆，同比下滑 4.1%，全年单车成本 30.25 万元/辆，同比下滑 23.9%，降本效果明显；其中 Q4 单车售价 35.58 万元/辆，同环比+10%/+2%，由于 Q4 公司交付量上升，单车成本继续下降至 29.46 万元/辆，同环比-14%/-1%，连续四个季度下行。

图 5：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 6：蔚来单车季度平均成本（万元/辆）

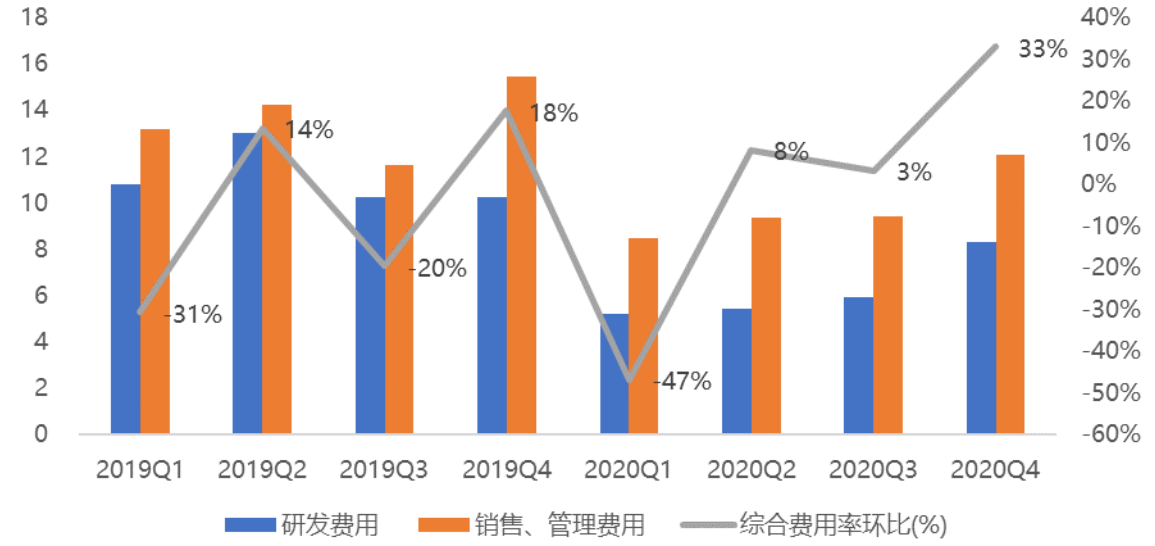


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用管控能力提升，21 年公司预计研发投入 50 亿元，同比翻番。得益于公司研发效率提高，设计及研发费用降低，20 年全年研发费用 24.88 亿元，同比下滑 44%，公司运营效率进一步提高和销售网络进一步优化，20 年销售、管理费用 39.32 亿元，同比下滑 28%；其中，20Q4 研发费用 8.29 亿元，同比降 19%，环比增 40%，研发费用率 12%，同比降 24pct，环比降 3pct，主要用于新车型的开发和设计；销售、管理费用 12.07 亿元，

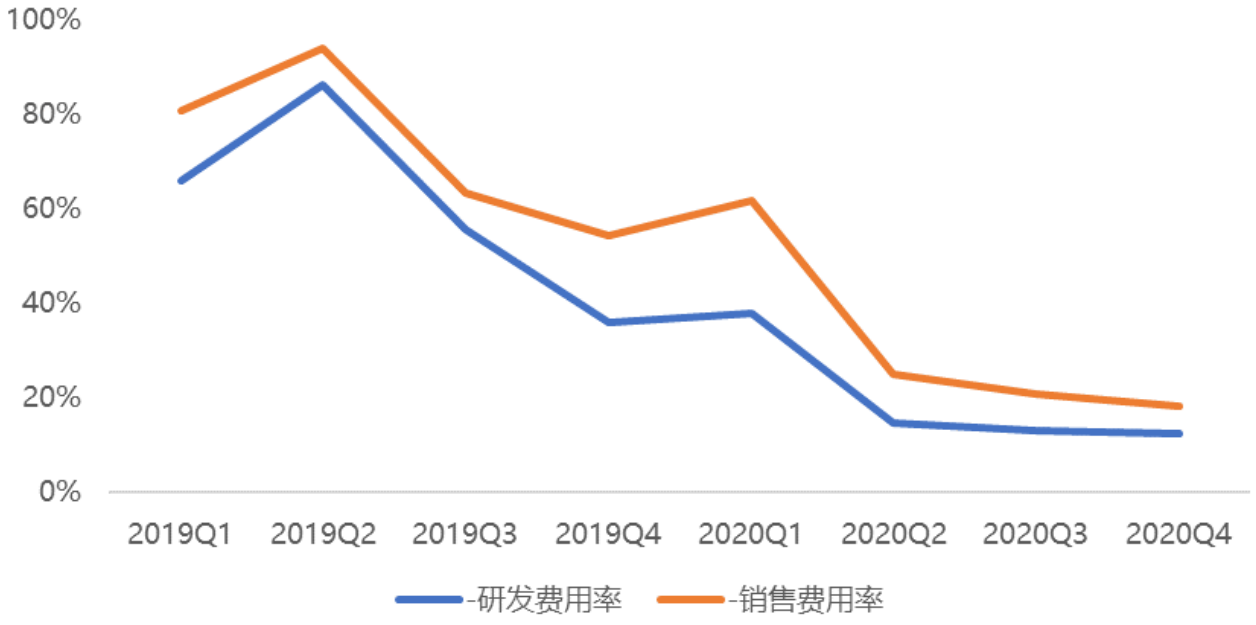
同比降 22%，但由于公司 Q4 增加了更多市场推广活动以及招聘销售、管理人员导致员工薪酬增加，环比增 28%，费用率 18%，同比降 36pct，环比降 3pct。**公司表示将坚定地加大研发投入，提速核心技术和新车型的研发和量产工作，21 年预计研发投入 50 亿元，同比翻番**，超越此前 30 亿元的规划。

图 7：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 8：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

在手现金超四百亿，未来发展可持续。20 年 4 月蔚来与合肥市政府达成合作，获得 70 亿战略投资，20 年 12 月蔚来宣布拟增发 6800 万股 ADS 的定价为每 ADS 39 美元，预计融资 26.5 亿美元。截至 20 年 12 月，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 425 亿元，足以支持未来一年的业务持续运营和发展。除研发支出增加 20 亿预算外，公司第二代换电站开始部署，**并计划在 2021 年计划累计建成 300 座超充站和 10000 根目的地充电桩，此外今年还会增加 20 家 NIO House/120 家 NIO Space**，完成三四线城市的下沉。

新车型订单可观，智能驾驶领域布局加速。今年 1 月 v 蔚来在 NIO 日上正式发布第一款自动驾驶车型 ET7，补贴前起售价人民币 44.8 万元，BaaS 方案补贴前起售价人民币 37.8 万元，预计 22 年 1 季度开始交付，公司表示 ET7 的订单表现超过蔚来过去任何一款车，数量可观。ET7 为 NT2 平台第一款车，搭载传感系统（AQUILA）共 33 个感知硬件，包括 11 个 800 万像素高清摄像头+1 个超远距高精度激光雷达+5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达+2 个高精度定位单元+1 个车路协同感知+1 个增强主驾感知。其中 800 万像素摄像头，是特斯拉目前探测距离 3 倍远（特斯拉目前 120 万像素）。顶部**首次搭载激光雷达**，于 Innovusion 合作，远距离超高精度。公司表示将打造**全栈自动驾驶平台，搭载 NAD 系统（NIO Autonomous Driving），开启按月收费的订阅模式，整体维持 20% 左右的毛利水平。**

投资建议：造车新势力销量再创新高，高景气度维持，Q1 销量预期上修至 45-50 万辆，同比大增 250-300%，全年销量预期上修至 240-250 万辆，同比 80%；近期板块回调，核心标的估值跌至 35-45 倍，而行业基本面持续向上，Q1 销量排产超预期，锂、六氟等加速涨价，行业供应偏紧，景气度高企，当前为买入良机，**继续强烈推荐三条主线**：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（**宁德时代、亿纬锂能、容百科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、恩捷股份、欣旺达**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、华友钴业、容百科技、当升科技，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份**）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（**比亚迪，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技**、国轩高科、孚能科技、中科电气、星源材质）。

风险提示：政策及销量不及预期

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

