电气设备行业专题报告

造车新势力三季报总结：销量、业绩均超预期，新势力已成气候

增持（维持）

2020 年 11 月 24 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

投资要点

- **蔚来、小鹏、理想三家已成气候，市值均创历史新高。**主要原因为：1）处于销量拐点，第二台车型开始放量，销量屡创新高；2）盈利情况持续改善，业务走向正轨，现金流大幅好转；3）自动驾驶全面对标特斯拉，三家均目标全栈式开发自动驾驶，蔚来计划自研芯片，智能化可期。

- **销量进入快速增长期，同比翻番以上，进入新产品周期，未来高增可期。**三大造车新势力进入新产品周期，销量高增。蔚来 20 年预期 4.3 万辆，同比增加 105%，明年有新轿车发布，预计 8-9 万辆，同比翻番；小鹏全年预期交付 2.4 万辆，同比增加 50%，明年也将发布一款轿车，预期销量 4 万辆+，同比增长 70%；理想全年预期交付 3 万辆，22 年有新 SUV 发布。因此预计新势力 20 年合计销量 13-14 万辆，21 年有望达到 23 万辆，同比增加 70%。

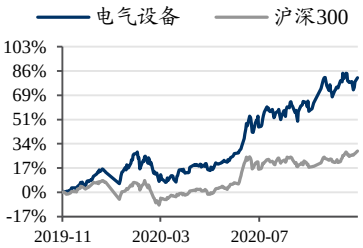
- **业绩持续向好，亏损缩窄，现金流情况转好。**蔚来 Q3 毛利率提升至两位数，降费效果明显，净亏损收窄至 10.47 亿元，同比下降 58.5%，在手现金 222 亿元，预计全年将实现经营现金流转正；小鹏毛利率首次转正，达 4.7%，同比增长 14.8pct，环比增长 7.4pct，主要受益于 P7 的交付及生产效率的大幅提升；理想连续两季度实现经营性现金流为正，毛利率 19.8%，环比增长 6.5pct，净亏损 1.07 亿元，为造车新势力中最低，截至三季度末公司现金储备达 189.16 亿美元。

- **自动驾驶对标特斯拉，全栈自研加速，21-22 年逐步落地。**蔚来正在加速第二代技术平台 NT2.0 的开发，将会具备全栈的自研的能力，同时蔚来自研的芯片将会在 2020 NIO DAY 上公布，或将成为全球第二个自主研发自动驾驶芯片的车企。小鹏坚持全栈自研自动驾驶系统，目前 X Pilot3.0 即将上线，售价 2-3.6 万元，21 年将率先推出全球首款搭载激光雷达的量产智能汽车，支持 NGP 功能的实现。理想将在 22 年新款 SUV 首发英伟达 Orin 芯片，将在自动驾驶着重发力。

- **投资建议：蔚来、理想、小鹏三大造车新势力销量继续维持高增态势，**爆款车型带来超级产品周期启动，全面拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是全球龙头供应商（**宁德时代、恩捷股份、天赐材料、新宙邦、璞泰来、三花智控、当升科技、亿纬锂能、科达利、宏发股份、汇川技术**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、新宙邦、华友钴业、**关注多氟多、赣锋锂业、天齐锂业、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、科达利、**关注中科电气、天奈科技、星源材质、嘉元科技、容百科技、德方纳米）。

- **风险提示：**电动车销量不达预期，政策力度不达预期

行业走势



相关研究

1、《电气设备新能源行业周报：电动车高增趋势明确，光伏龙头稳增低估值》2020-11-22

2、《电气设备新能源行业周报：电动车销量火爆排产饱满，光伏明年高增明确》2020-11-15

3、《动力电池海外专题四之 SKI：狂奔的二线海外电池厂，20 年元年启动》2020-11-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

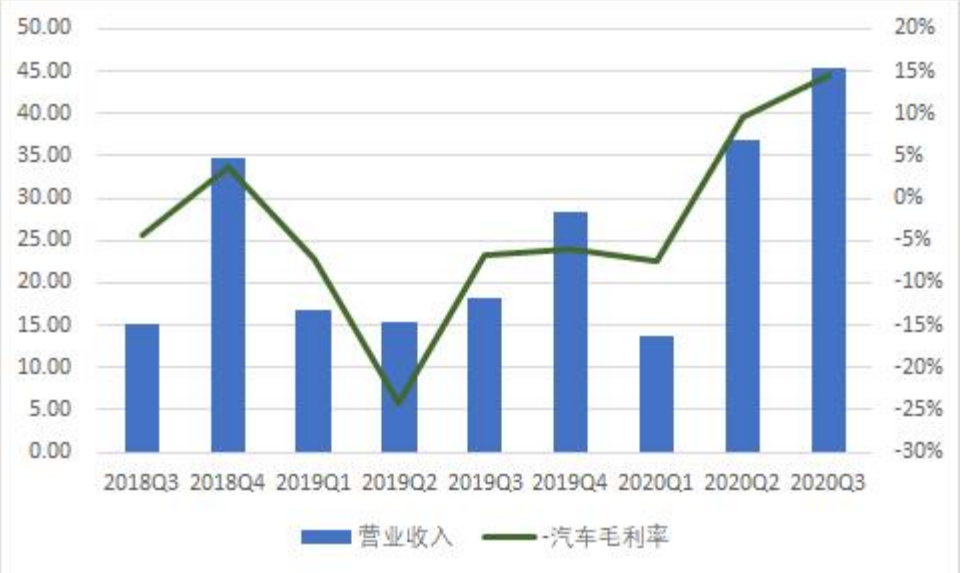
1. 经营效率提升，财报持续向好 3
2. 销量屡创新高，自主需求显现 9
3. 智能化追赶特斯拉，未来可期 14
4. 新势力对标特斯拉成长阶段 16

1. 经营效率提升，财报持续向好

经营情况超预期，未来还将持续向好。20 年造车新势力新车型放量，公司业务跑顺，规模效应显现，三大造车新势力 Q3 业绩均超预期，盈利情况持续改善。

1.蔚来：收入高增长，亏损收窄，经营情况持续向好。蔚来 Q3 实现总营收 45.26 亿元，超市场预期（43.8 亿元），同比大幅增长 146.4%，环比增长 21.7%，其中其他业务收入 2.6 亿元，同环比增长 151%/11%，主要来源为充电服务费、无忧服务、积分销售等；净亏损收窄至 10.47 亿元，同比下降 58.5%，环比下降 11.0%。Q4 公司目标收入 63~64 亿元，同比增长 120~126%，环比增长 38%~42%，全年收入约 160 亿元，同比增长 102%。

图 1：蔚来 20 年 Q3 营收大增，毛利率突破两位数（亿元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 2：蔚来 20 年 Q3 亏损缩窄（亿元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

毛利率超预期，费用持续显著下降。汽车销售毛利率提升至 14.5%，综合毛利率提升至 12.9%，超预期，主要得益于高价车型销量占比上升、季度交付量的稳步增长、以及物料采购成本和制造费效的持续改善。Q3 ES8 销量占比增加，使得蔚来的 ASP 环比增长约 1.6 万元，至 35 万元/辆。同时得益于电池包和电机降本，整车物料成本下降约 7000 元，单车毛利达 5.07 万元/辆，环比增加 57%，而去年同期为-1.7 万元/辆；其他业务毛利率为-13%，同比大幅提升 88pct。Q3 研发费用 5.9 亿元，同比下降 42%，20 年 1-3Q 研发费用合计 17 亿元，同比下降 51%；管理销售费用 9.4 亿元，同比下降 19%，1-3Q 管理销售费用合计 27 亿元，同比下降 30%。期末在手现金 222 亿元，年初在手现金仅 10 亿元，公司已连续 2 季度实现经营现金流为正。

图 3：蔚来 18 年 Q3-20 年 Q3 单车数据（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 4：蔚来 18 年 Q3-20 年 Q3 单车数据（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.小鹏：Q3 毛利首次转正，业绩大超预期。Q3 总营收 19.90 亿元，同环比大增，同比增长 342.5%，环比增长 236.9%，其中服务收入 0.9 亿元，同环比增 81%/85%，规模尚小；毛利率首次转正，达 4.7%，同比增长 14.8pct，环比增长 7.4pct，其中汽车业务毛利率为 3.2%，同比增长 14pct，环比增长 8.8pct，主要受益于 P7 的交付、材料成本下降及生产效率的大幅提升，其中 P7Q3 交付 0.84 万辆，销量占比提升至 72%，单车毛利为 0.71 万元/辆。Q3 非 GAAP 净利润为-8.6 亿元，亏损同环比扩大 15%/12%。公司目标 Q4 收入 22 亿元，环比增长 11%，全年实现收入 52 亿元，同比增长 124%。

图 5：小鹏 20 年 Q3 毛利率转正（亿元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

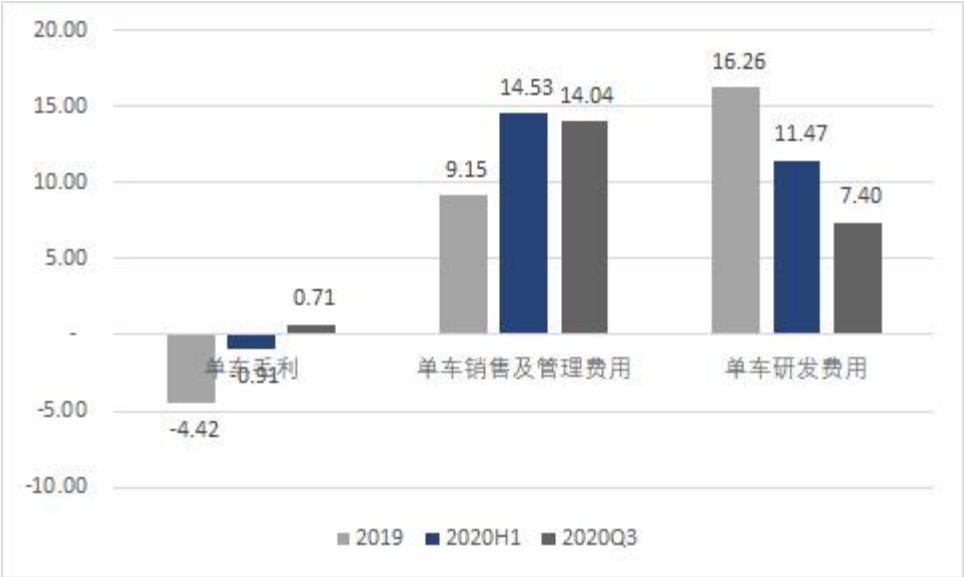
净利润-11.5 亿元，预计主要为销售及管理费用增加所致。20Q3 小鹏单车毛利转正的同时，净利润亏损扩大，达-11.4 亿元，主要由于上市股权激励费用所致。Q3 研发费用 6.4 亿元，同环比增长 46%/99%，若扣除股权激励相关费用，研发费用同比实际下滑，主要是 19 年为 P7 投入大量研发支出，而 Q3 研发费用环比上升，主要是 Q3 开始为下一款车发布加大研发力度。Q3 销售管理费用 14 万元，同环比增长 321%/152%，除了上市股权激励费用外，主要为 p7 加大营销力度所致。

图 6：小鹏 19 年-20 年 Q3 净利润情况（千元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

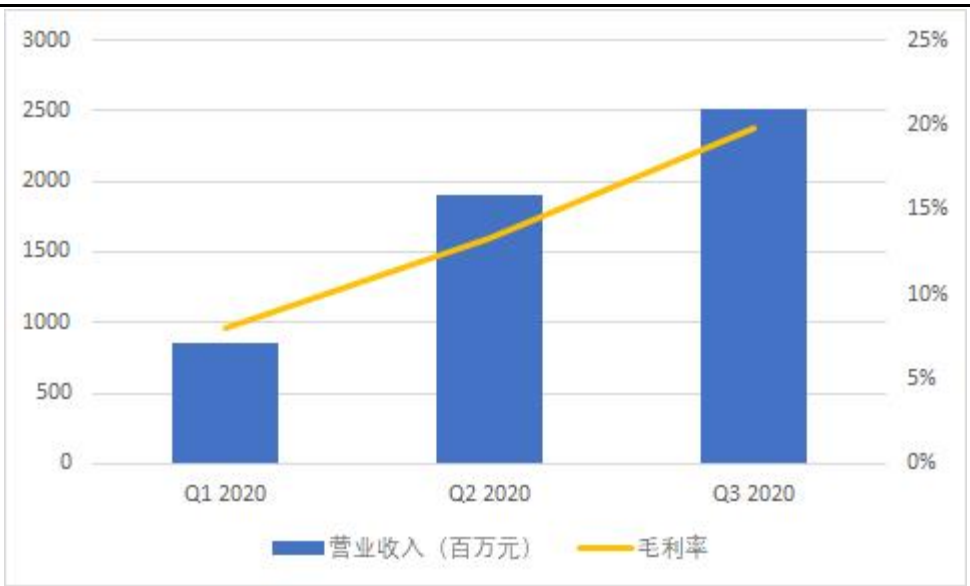
图 7：小鹏 19 年-20 年 Q3 单车数据（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

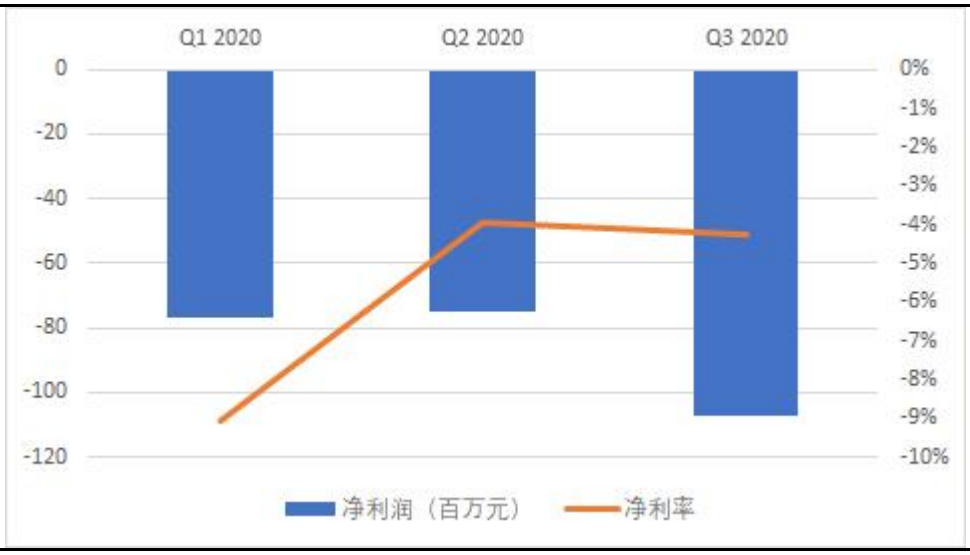
3.理想：连续两季度现金流为正，业绩大超预期。Q3 总营收 25.11 亿元（市场预期 19.25 亿元），环比上升 28.9%，其中其他业务收入 0.5 亿元，环比增 64%；Q3 净亏损 1.07 亿元（市场预期-5 亿元），非 GAAP 亏损 0.16 亿元（Q2 亏损 1.6 亿元）；毛利率 19.8%，环比上升 6.5pct，主要得益于产量提升带来的单车制造成本下降。公司预计四季度总营收 31.1~33.9 亿元，环比增长 23.9%~35.1%，全年预计营收 85 亿元左右。

图 8：理想成本控制能力强大，20 年 Q3 毛利率接近 20%（百万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

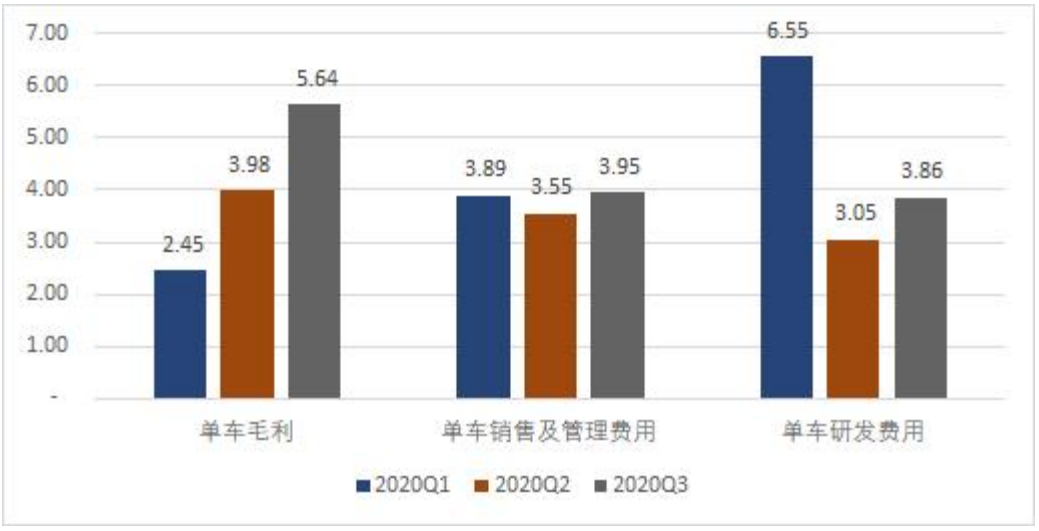
图 9：理想 20 年净利润情况（百万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

费用控制能力强大，毛利率接近特斯拉。毛利率 19.8%，环比上升 6.5pct，接近特斯拉第三季度 23.5%的毛利率。销售毛利率的提升主要由于一些特定零部件采购价格的下降(包含供应商的一次性返款)以及产量增加带来的单车制造成本下降，Q3 单车毛利增长至 5.6 万元/辆，环比增长 42%。费用端看，Q3 研发费用 3.3 亿元，环比增长 66%，扣除上市激励费用后，研发投入为 2.8 亿元，环比增长 38%；销售管理费用 3.4 亿元，环比增长 46%，扣除上市激励费用后，销售管理费用 2.6 亿元，环比增长 13%。Q3 经营性现金流 9.30 亿元，环比翻番，连续两季度实现经营性现金流为正。截至三季度末公司现金储备达 189.16 亿美元，为核心技术研发、销售服务网络的拓展提供坚实保障。

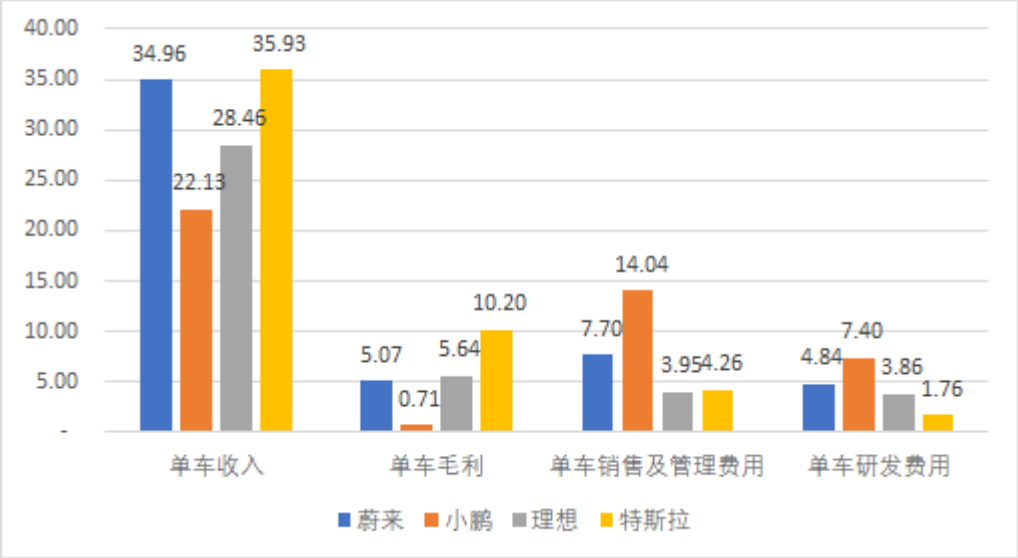
图 10：理想 20 年单车数据（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.三大新造车财务对比：三大造车新势力对比来看，理想成本管控能力最强，蔚来单车盈利改善明显。三大造车新势力价格带基本不重叠，蔚来定位 30-50 万元的豪华车市场，理想定位 25-30 万元的 SUV 市场，小鹏定位 20-25 万元的轿车市场， Q3 蔚来、小鹏、理想单车收入分别为 35 万元/22 万元/28 万元，单车毛利为 5.1/0.7/5.6 万元。理想降本控费能力最强，单车销售及管理费用为三者最低；蔚来改革后，企业运营效率显著提高，单车销售及管理费用下降明显；小鹏单车销量规模最小，单车费用仍较高，但单车毛利已有转正趋势，Q3 蔚来、小鹏、理想单车销售管理费用分别为 7.7 万元/14 万元/4 万元，单车研发费用为 4.8/7.4/3.9 万元。对比特斯拉（Q3 单车毛利 10 万元/辆），三大新势力后续提升空间大。

图 11：三大造车新势力 20 年 Q3 单车数据对比（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 销量屡创新高，自主需求显现

三大造车新势力 Q3 交付均再创新高，且维持高增态势，预计 20 年销量上一台阶，造车新势力市占率从 19 年的 6%提升至 15%左右。

1.蔚来：Q3 共交付 1.2 万辆，同比增长 154%，环比增长 18%，公司预计 Q4 将交付 1.65~1.7 万辆，同比增长 100.6%至 106.7%，环比增长 40%，全年目标 4.3 万辆，超年初预期。公司计划明年 1 月份将实现全供应链产能 7,500 台/月，全年产能 9 万台以上。且 21 年公司将发布首款轿车，我们预计 21 年公司销量 9 万辆，同比增长 70%，维持高增。

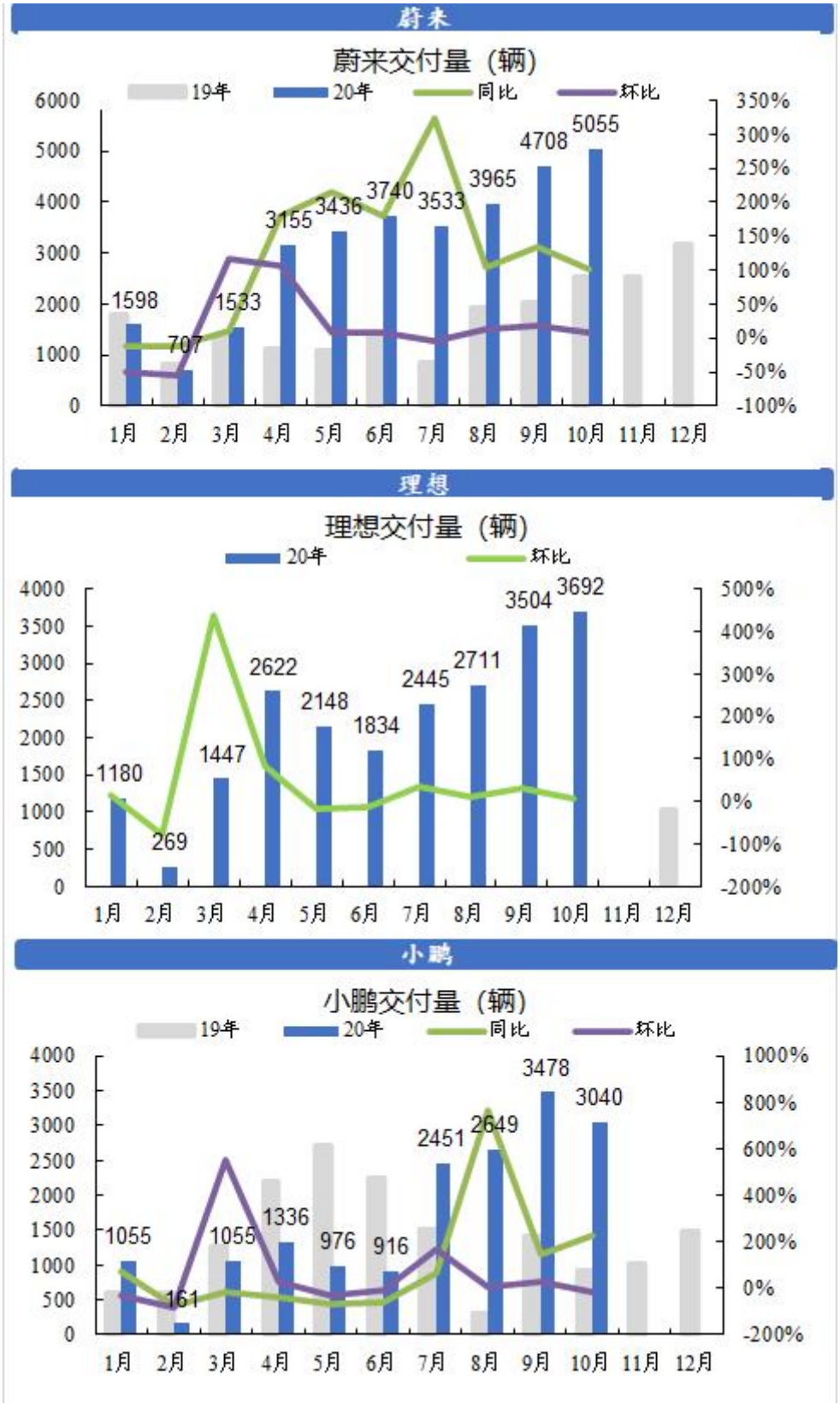
2.小鹏：Q3 交付 8578 辆，同比大增 265.8%，其中 P7 的交付量达 6210 辆，占比 70%以上，Q1-Q3 累计交付 1.4 万辆。目前 P7 交付时间在 4-6 周，订单旺盛，公司预计

四季度共交付 1 万辆，增 211%，全年交付 2.4 万辆，同比增长 50%。21 年公司还将发布新款轿车，预计全年销量有望达到 5-6 万辆。

3.理想：Q3 交付 8660 辆，环比增长 31.1%，创新高，理想 ONE9 月-10 月连续 2 个月成为国内新能源 SUV 销量第一名。Q1-Q3 累计交付 1.8 万辆，公司预计 Q4 交付 1.1-1.2 万辆，完成 3 万辆年交付目标。理想新一代车型将在 2022 年发布，21 年依靠 ONE 销售渠道增加，我们预计全年销量可达 5 万辆。

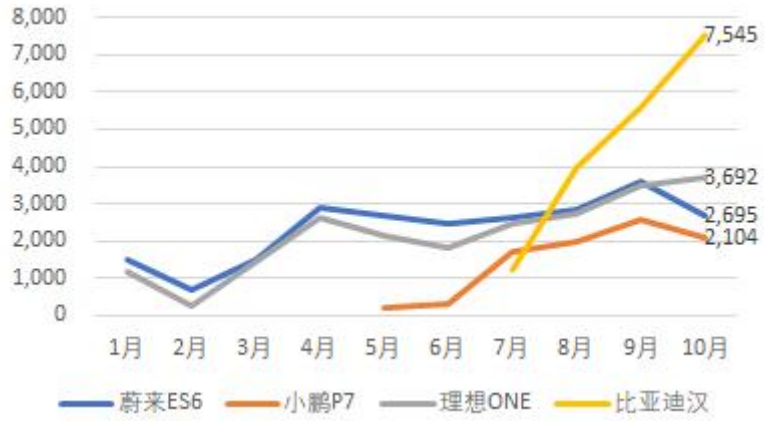
图 12：造车新势力 20 年交付量连续高增

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

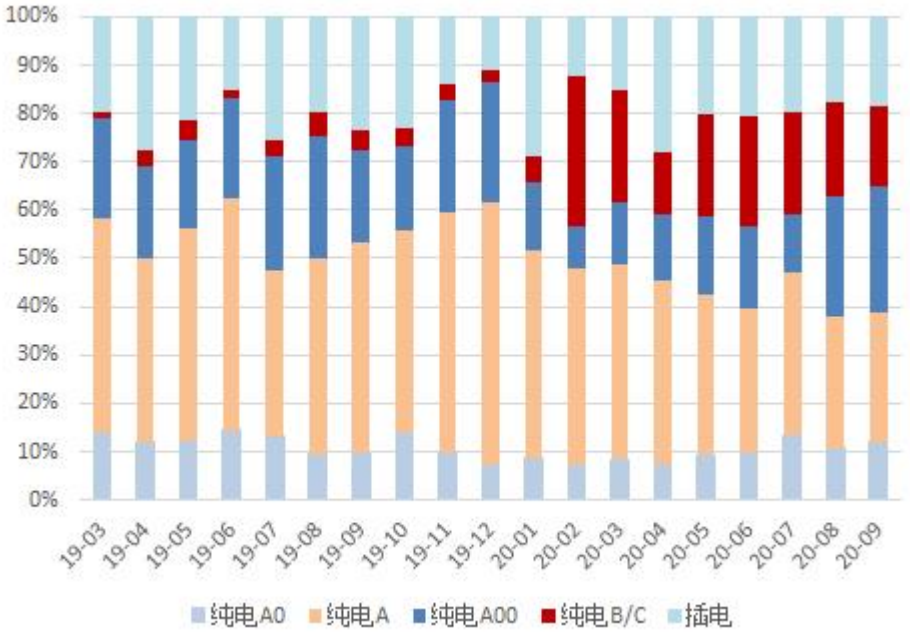
图 13：2020 年新势力主力车型销量（辆）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

造车新势力主要交付在北上广深等一二线城市，TOC 端需求开始爆发。交强险数据显示，1-9 月电动车个人上牌量 42.7 万辆，同比上升 3%，占比 83%，同比上升 15pct；运营端 1-9 月上牌 8.7 万辆，同比下滑 56%，占比下滑 15pct 至 17%。蔚来小鹏等造车新势力在一二线城市交付量占一半以上，且基本为个人购买，电动车由供给驱动的真实需求开始释放，同时也反应 toc 端消费者对电动车的认可度，20-21 年随着基于正向开发的纯电动化平台车型推出，电动车真实自主需求爆发。

图 14： B 级车占比提升明显，A00 级 20 年 8 月起放量（辆）



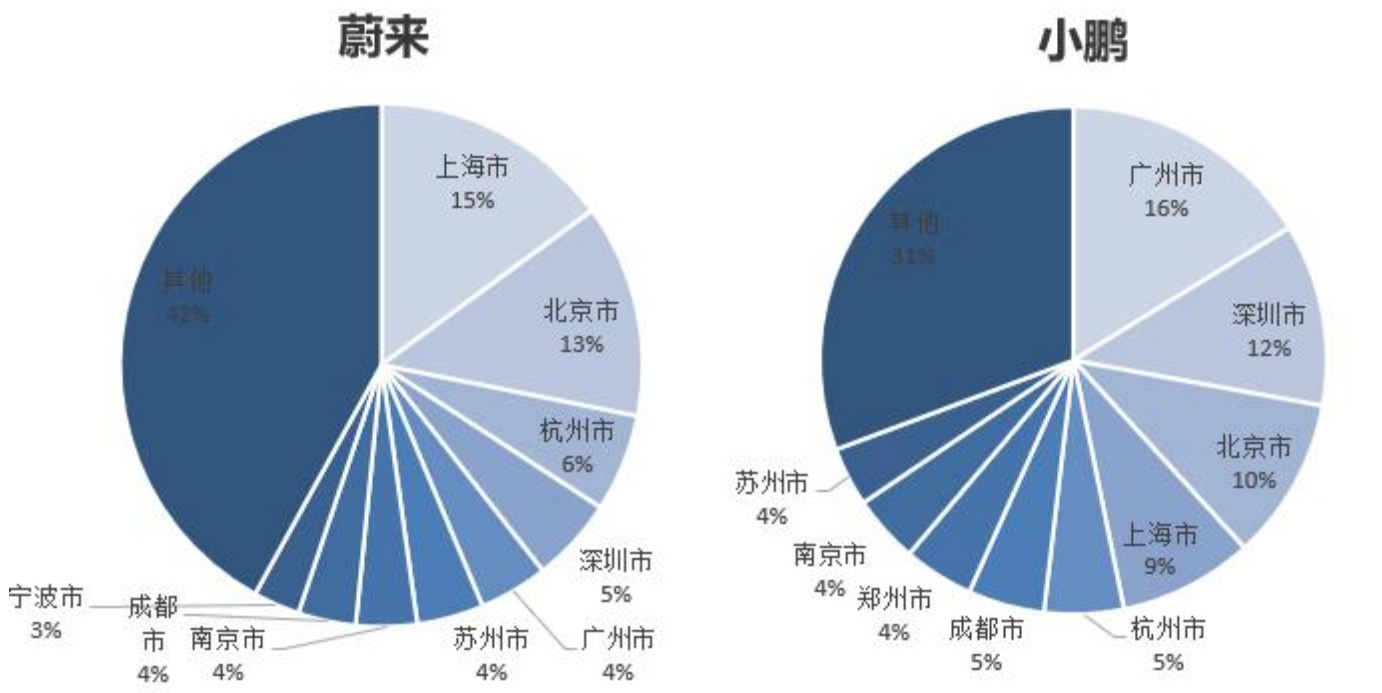
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 15：新势力成为 2020 年销量恢复主要驱动力之一

车企类型	9月	同比	市占率	Q3	同比	市占率	Q2	同比	市占率	Q1	同比	市占率
自主	76812	58%	62%	179141	13%	59%	120490	-54%	55%	73793	-67%	63%
合资	18246	106%	15%	45904	80%	15%	24732	25%	11%	9360	-24%	8%
新势力	18326	136%	15%	46657	149%	15%	43155	10%	20%	16752	5%	14%
特斯拉	11329	-	9%	34154	-	11%	29684	-	14%	16680	-	14%
总计	**124713**	**91%**	**100%**	**305856**	**51%**	**-**	**218061**	**-32%**	**-**	**116585**	**-54%**	**-**

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 16：造车新势力 2020 年上险地区分布



数据来源：交强险，东吴证券研究所

采取直营模式，销售网络快速向二三线城市扩散。类比特斯拉，蔚来采取直营模式，在 106 个城市分别开设了 22 和 159 家 NIO house 和 NIO Spaces，计划在今年年底达到 200 家，渠道的铺开成为销量增长的保障；理想在中国 36 个城市拥有 41 家实体店，计划在今年年底增加到 50～60 家；小鹏采取直营和经销并行的模式，目前有销售网点 116 家，其中 46 家自营，70 家经销商，计划到年底增至 150 家。

造车新势力开启新产品周期，销量持续高增。我们预计 20 年新势力销量近 14 万辆，

同比增长 110%。蔚来即将发布一款轿车，还有两辆车型计划中；小鹏计划以一年一款的速度推出新车型，明年计划推出一款轿车；理想计划 22 年推出一款 SUV。新车型的推出、产能爬坡及智能化的进一步发展，造车新势力需求有望持续爆发，我们预计 21 年新势力销近 24 万辆，同比上升 74%。

图 17：分车企类型销量预测（万辆）

		季度				年度				
	企业	20Q3	同比	20年1-9月	同比	19年	20年	同比	21年	同比
新造车势力	蔚来汽车	1.2	80%	2.6	85%	2.1	4.3	104%	9.0	110%
	小鹏汽车	0.8	109%	1.2	-9%	1.7	2.4	47%	5.4	120%
	威马汽车	0.6	79%	1.4	27%	1.6	2.0	29%	2.4	20%
	合众新能源	0.4	63%	0.9	32%	1.0	1.6	55%	1.6	0%
	云度汽车	0.1	147%	0.2	-9%	0.3	0.4	62%	0.4	0%
	理想汽车	0.9		1.7		0.0	3.0		5.0	70%
乘用车合计		**30.0**	48%	**62.7**	-19%	**106.2**	**107.5**	**1%**	**166.3**	**55%**
-自主品牌		17.9	11%	35.6	-45%	86.9	62.8	-28%	85.4	36%
-合资品牌		4.6	82%	11.0	34%	12.6	17.3	37%	27.1	57%
-新造车势力		4.1	136%	8.0	68%	6.6	13.7	108%	23.8	74%
-特斯拉		3.4		8.1		0.1	13.7	14638%	30.1	120%
客车		1.8	-7%	3.3	-35%	8.1	6.5	-19%	7.0	8%
专用车		1.4	113%	3.7	17%	7.3	7.5	3%	10.0	33%
合计		**33.2**	35%	**71.5**	-18%	**120.6**	**123.4**	**2%**	**183.3**	**49%**

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

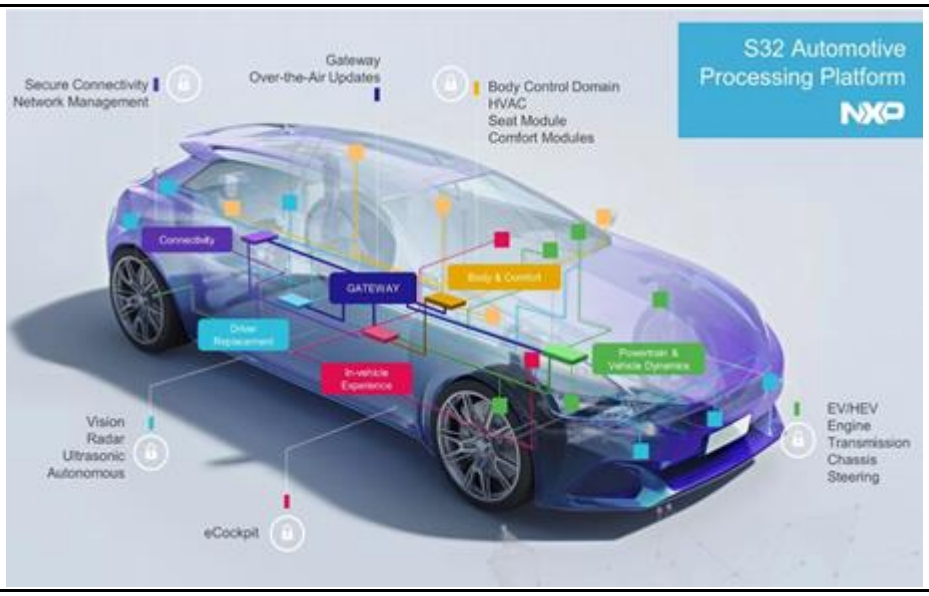
3. 智能化追赶特斯拉，未来可期

1.蔚来：新增 NOP 领航辅助功能，S32V 芯片+自研决策算法=智能驾驶计算平台。9 月北京车展上蔚来发布 NIO OS 2.7.0 及 NOP 领航辅助功能，NOP 融合车载导航、高精地图和辅助驾驶，可实现自动驶出匝道、自动变道等功能。目前 NIO Pilot 精选包和全配包合集的选装比例达 50%。

自研芯片，全栈开发自动驾驶。蔚来正在加速第二代技术平台 NT2.0 的开发，Nio Pilot 第二代将会具备全栈的自研的能力，同时蔚来自研的芯片或将会在 2020 NIO DAY 上公布，或将成为全球继特斯拉后第二个自主研发自动驾驶芯片的车企。

图 18：S32V 芯片+自研决策算法=智能驾驶计算平台

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

换电网络构建壁垒，BASS 创造新商业模式。蔚来目前在 70 个城市开设了 169 个换电站，21 年计划新增 300 个换电站，且计划部署成本更低、经验更好的第二代换电站，加速基础设施完善，建立补能网络壁垒。蔚来 11 月 6 日推出的 100 千瓦时的电池组有望有效提升公司毛利率，用户选择前装可以提高整车毛利率，选择灵活升级服务可以增加其他服务毛利率。此外，蔚来联合宁德时代等建立电池资产管理公司（BAAS），建立购买、使用、升级、二手车等车辆的全生命周期的商业模式，到 11 月新增订单中 Baas 转换率达到 35%。目前 BaaS 方案中车价相同，电池租赁费用 70 度每月 980 元，100 度每月 1480 元。

2.小鹏：与特斯拉自动驾驶水平最接近的造车新势力。1）视觉配置 31 个传感器，特斯拉用搭载 21 个传感器实现 360 度无冗余的视觉感知，而小鹏 P7 搭载 31 个传感器，强化安全驾驶感知，建立超越特斯拉的视觉系统。2）自动泊车功能领先。小鹏在自动泊车中的场景数量、识别率超过特斯拉 Model 3；尤其是针对中国特色驾驶场景和用户习惯自主研发的软件算法，在“自动化”和“本土化”方面实现突破。

图 19：小鹏 G3、P7 与特斯拉 Model 3 对比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	小鹏G3	小鹏P7
ADAS系统	Xpilot	Xpilot 3.0
自动驾驶级别	L2级别	L2.5级别
软件-芯片	Mobileye Q4	英伟达 Xavier芯片
算力	24TOPs	30TOPS
硬件-传感器	12个超声波雷达 3个毫米波雷达 4个车身摄像头 1个前向摄像头	13个车身摄像头 12个超声波雷达 5个毫米波雷达 1个车内摄像头
智能交互系统	Xmart OS	Xmart OS 2.0
主要功能	自动泊车 自适应巡航带低速跟随 智能限速辅助 车道偏离预警	高速巡航 高速自动变道 记忆停车 高精度定位

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

X Pilot3.0 即将上线，坚持全栈自研自动驾驶系统。目前小鹏 P7 搭载 Xpilot 2.5 系统，可实现高速领航、全自动泊车、城市拥挤路段辅助驾驶功能，P7 选装 X Pilot2.5 或 3.0 的比率达到 98%；公司计划在明年初将 X Pilot3.0 OTA 给用户，将达到可解放双手的高速公路的自动辅助驾驶功能，售价 2-3.6 万元。 2021 年及未来公司预计推出停车场记忆泊车、大城市堵车自动跟随功能、红绿灯识别城市内部 NGP 功能。公司发布 P7 翼版，21 年上市，将搭载激光雷达。

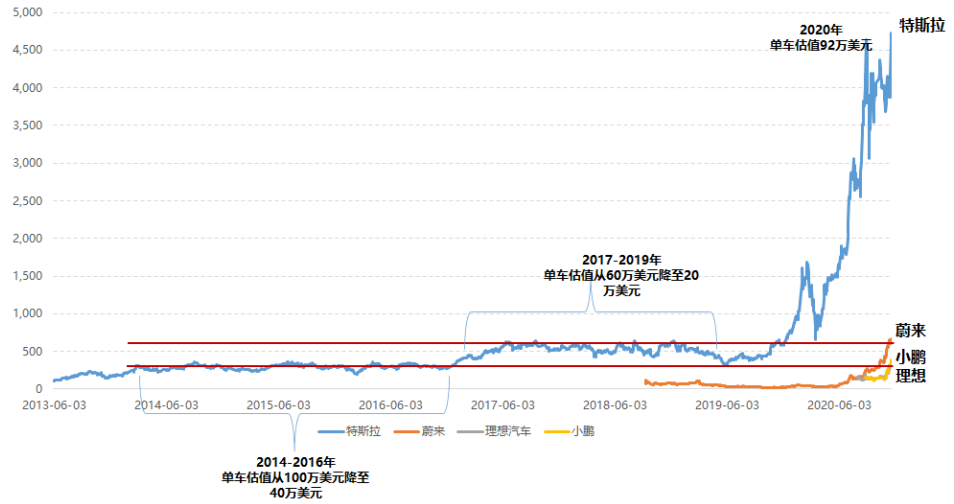
3.理想：计划在 2022 年推出全尺寸 SUV，搭载首发英伟达 Orin 芯片。英伟达 Orin 芯片选择在 2022 年理想新款 SUV 首发，一方面，芯片算力达到每秒 200TOPS，相比上一代芯片 Xavier 的运算性能提升了 7 倍，远超特斯拉目前水平；另一方面，英伟达选择理想作为首发，预计理想全尺寸 SUV 将在自动驾驶着重发力，进一步打开市场。

4. 新势力对标特斯拉成长阶段

从市值角度，蔚来相当于 17 年特斯拉，小鹏、理想相当于 14-15 年特斯拉。特斯拉 14 年初-16 年末市值基本在 300 亿美元左右震荡，17 年 Model3 开始放量，市值突破 500 亿美元；17-19 年 Q4 前市值在 600 亿美元左右震荡；19 年 Q3 季报超预期，股价应声大涨，从 600 亿美元涨至目前 4600 亿美元。那么对标特斯拉，蔚来目前 664 亿美元，相当于 17 年的特斯拉市值；小鹏 388 亿美元，理想 319 亿美元，相当于 14、15 年特斯拉。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

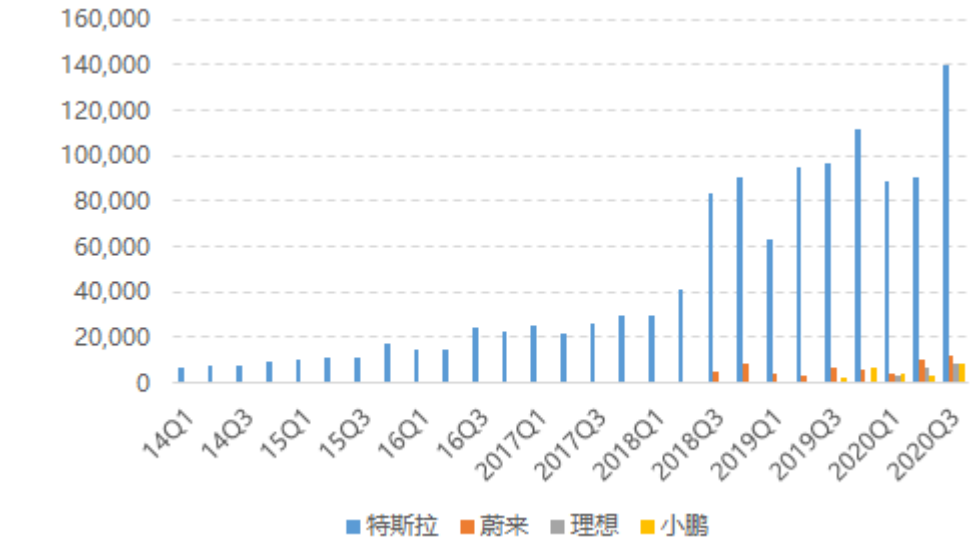
图 20：特斯拉与新势力 13 年 6 月-20 年 6 月市值对比图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从销量角度，基本可对标当时的特斯拉。从销量角度看，特斯拉 14-18 年销量分别为 3.2、5.1、7.6、10.3、24.5 万辆，16 年 Model X 放量，17 年 Model 3 放量。而蔚来 Q3 销量 1.2 万辆，Q4 将达到 1.6 万辆，21 年销量有望达到 9 万辆，销量相当于 15-16 年的特斯拉销量水平。同时从车型布局看，蔚来 21 年也将推出轿车系列，后续将进入车型大规模放量阶段。理想、小鹏 Q3 销量 0.8-0.9 万辆，Q4 销量预计 1-1.2 万辆左右，相当于 15 年左右特斯拉。

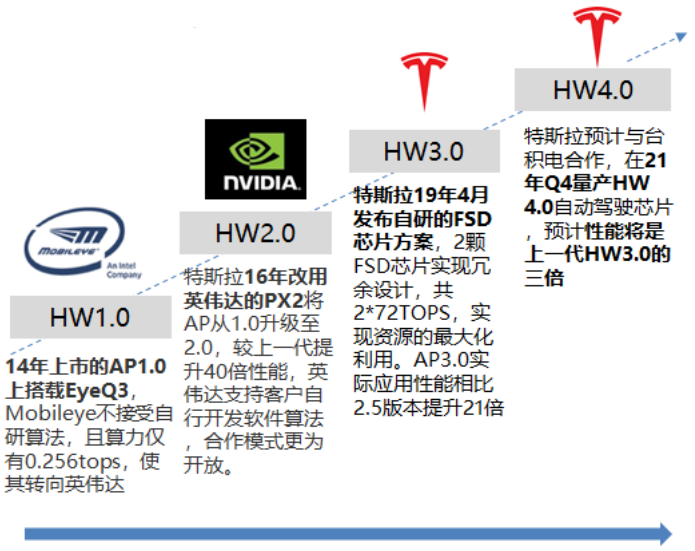
图 21：特斯拉与新势力 14 年-20 年 Q3 销量对比



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

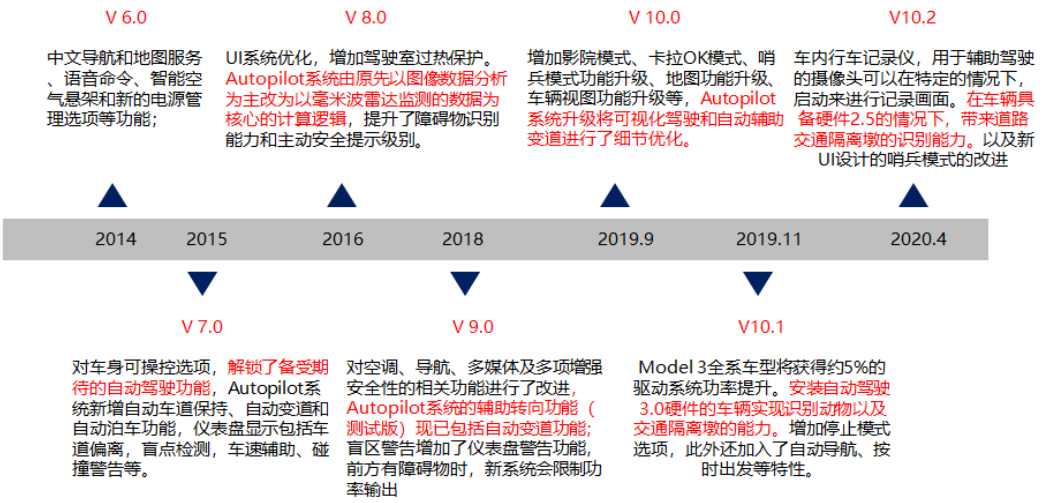
从智能化角度看，新势力已超过当时的特斯拉。特斯拉 14 年推出 Autopilot1.0，使用 Mobileye Q3 芯片，16 年改用英伟达 PX2，自动驾驶系统升级至 HW 2.0；17 年开始芯片自研，19 年使用自研 FSD 芯片，自动驾驶系统升级至 HW3.0。小鹏智能化领先，已搭载英伟达 xavier 芯片，算力是 PX2 的 15-20 倍，虽与特斯拉 FSD 有差距，但在自动泊车等场景已领先特斯拉，且 21 年小鹏将推出全球首款量产的搭载激光雷达的智能车，与特斯拉视觉技术路线形成差异化竞争。目前蔚来、理想智能化暂时落后，搭载 MobileyeQ4 芯片，但 22 年也将推出新一代技术，算力将大幅提升，如理想将使用英伟达下一代 Orion 芯片，算力超过特斯拉目前 FSD 芯片，蔚来或将自研芯片；软件方面，新势力均计划全栈自研。因此从智能化角度看，新势力已超过 16 年特斯拉水平。

图 22：特斯拉芯片迭代历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 23：特斯拉 OTA 系统的重要升级



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

15 年特斯拉单车毛利等财务指标好于当前新势力，但费率高，单车盈利相当。特斯拉 15 年收入规模达到 251 亿元，今年蔚来、理想、小鹏的收入预计分别为 160、85、52 亿元，主要由于特斯拉 Model S 均价远高于新势力车型，因此毛利率基本稳定在 20%以上。但是从费用率看，15 年特斯拉销售管理费用和研发费用达到 110 亿元，为新势力的近 2 倍，因此从单车营业利润看，单车亏损 10 万元，而 Q3 蔚来单车亏损 7 万元，理想亏 2 万元，小鹏亏 20 万元（未剔除上市激励费用）。

图 24：特斯拉历史单车数据（14 年-20 年 Q3）

亿人民币	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1-3Q20
收入	214	251	393	572	1,181	1,337	1,149
成本	155	189	296	451	917	1,068	856
毛利	59	61	97	121	264	269	293
销售费用	40	62	96	166	190	177	146
研发费用	31	48	56	92	98	90	65
销量	3.2	5.1	7.6	10.3	24.5	36.7	31.9

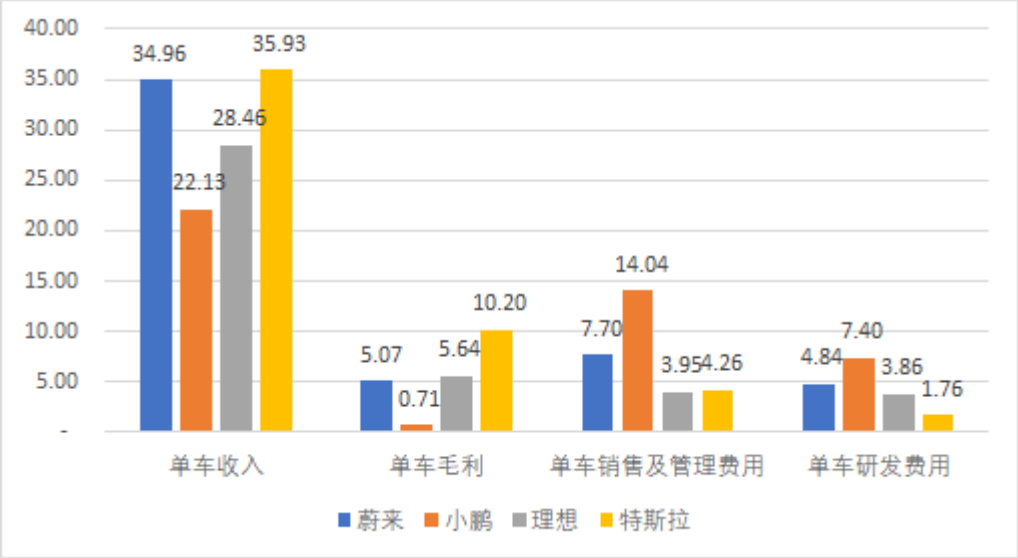
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 25：特斯拉历史单车数据（14 年-20 年 Q3）

万人民币	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1-3Q20
单车收入	67.6	49.5	51.7	55.5	48.2	36.4	36.0
单车成本	48.9	37.3	39.0	43.7	37.4	29.1	26.8
单车毛利	18.7	12.1	12.8	11.8	10.8	7.3	9.2
单车销售及管理费用	12.8	12.2	12.6	16.1	7.8	4.8	4.6
单车研发费用	9.8	9.5	7.4	9.0	4.0	2.4	2.0
毛利率	28%	25%	25%	21%	22%	20%	26%
单车营业利润	-3.9	-9.6	-7.2	-13.3	-1.0	0.0	2.6

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

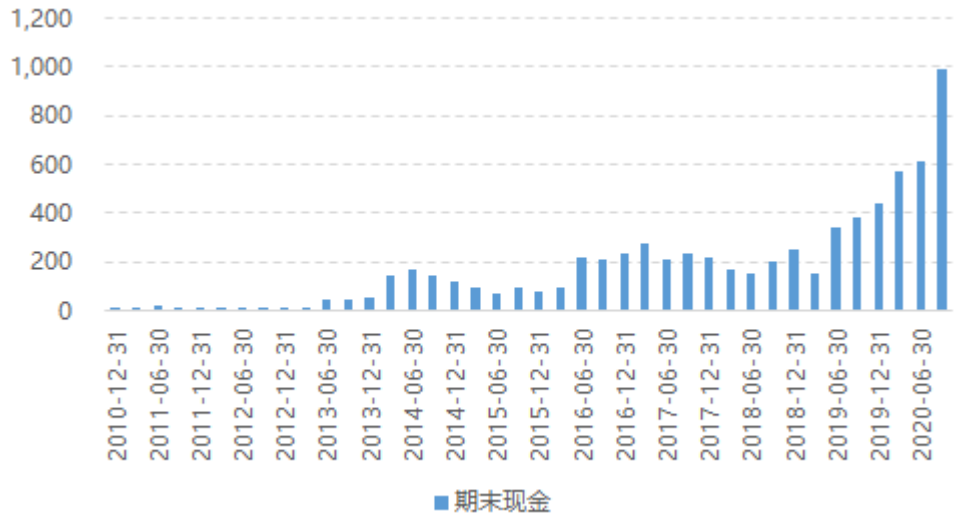
图 26：三大造车新势力 20 年 Q3 单车数据对比（万元）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

当前阶段相较于 15-17 年，电动化趋势更确定，新势力可享受更高的估值溢价。15 年以国内市场为代表，强补贴引爆电动车市场，全球销量仅 38 万辆。经过 5 年发展，电动车技术突飞猛进，消费者习惯开始养成，toc 端需求开始爆发，今年销量将达到 280 万辆。同时 L3 技术逐步成熟，软件定义汽车带来的商业模式创新开始兑现，电动化及智能化趋势更加明朗。而新势力在这一变革中，进度赶追特斯拉，领先传统车企，叠加销量放量、盈利改善、大额融资能力（Q3 在手现金均近 200 亿元，特斯拉 15 年不足 100 亿元）、下一代技术布局，边际持续向好，未来可期。从估值角度看，特斯拉 21 年销量预计 90-100 万辆，对应单车市值 50 万美金；新势力中，蔚来预计 21 年 9 万辆+，对应单车市值 70 万美金；理想预计 5+万辆，对应单车市值 60 万美金；小鹏预计 5-6 万辆，对应市值 65 万美金，对标特斯拉 14 年单车估值 100 万美元，可享受一定溢价。

图 27：特斯拉 11 年-20 年 H1 期末在手现金（亿人民币）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

投资建议：蔚来、理想、小鹏三大造车新势力销量继续维持高增态势，财报均超预期。爆款车型带来超级产品周期启动，全面拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是全球龙头供应商（**宁德时代、恩捷股份、天赐材料、新宙邦、璞泰来、三花智控、当升科技、亿纬锂能、科达利、宏发股份、汇川技术**）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（**天赐材料、新宙邦、华友钴业**、关注多氟多、赣锋锂业、天齐锂业、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、科达利**、关注中科电气、天奈科技、星源材质、嘉元科技、容百科技、德方纳米）。

风险提示：电动车销量不达预期，政策力度不达预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

