



2022年11月10日

蔚来：营收再创新高 海外布局加速

新能源汽车行业系列点评四十一：

事件概述：

北京时间11月10日，蔚来发布22Q3财报：

22Q3 实现单季营收 130.0 亿元，同比/环比分别为 +32.6%/+26.3%；销量约为 3.2 万辆，同比/环比分别为 +29.3%/+26.1%；汽车业务毛利率为 16.4%，同比/环比分别为 -1.6pps/-0.3pps；净亏损为 41.1 亿元，同比/环比分别扩大 +392.1%/+49.1%。

分析与判断：

► 单季营收超预期 产能制约 Q4 交付

营收端：22Q3 公司总营收为 130.0 亿元，创历史新高，小幅超越预期。其中汽车业务收入为 119.3 亿元，同比/环比分别为 +38.2%/+24.7%。

销售矩阵方面，ES8 单季交付 4,378 辆，同比/环比分别为 -19.2%/+18.9%；ES6 单季交付 12,850 辆，同比/环比分别为 +14.0%/+29.6%；EC6 单季交付 3,337 辆，同比/环比分别为 -56.9%/-29.2%。ET7 单季交付 8,527 辆，占比 27.0%，ES7 和 ET5 分别交付 2,293 和 221 辆。

在单车 ASP 方面，由于季度中对老款“866”车型的促销，22Q3 单车 ASP 环比小幅下降至 37.8 万元，同比/环比 +6.8%/-1.2%。

利润端：汽车业务毛利率为 16.4%，同比/环比分别为 -1.6pps/-0.3pps，基本与 22Q2 持平，公司表示，长期来看，基于目前的车型平台能力，有能力将毛利率维持在 20%-25%。蔚来整体毛利为 17.4 亿元，毛利率为 13.3%，同比/环比 -7.0pps/-0.3pps；下降的主因仍然是单车电池成本上升所致。

费用端：22Q3 公司研发费用为 29.4 亿元，同比/环比分别为 +146.8%/+37.0%；研发费用率为 22.6%，环比 +1.8pps；公司表示，未来研发费用将趋于稳定，预计单季约为 30 亿元。销售管理费用为 27.1 亿元，同比/环比分别为 +48.6%/+18.8%；销管费用率为 20.9%，环比 -1.3pps。销售费用上升的主要原因是销售网络的扩张以及欧洲市场推广费用的增加。

服务网络：蔚来目前共拥有 399 家蔚来中心和蔚来空间，覆盖全球 149 个城市，280 家服务中心和交互中心，覆盖全球 163 个城市。

充换电网络方面，蔚来已经累计布局 1,210 座换电站，累计为用户提供超过 1,400 万次换电服务。充电站方

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

面，蔚来已累计建设 2,055 座充电站，包含 5,765 根超充电桩和 6,077 根目的地充电桩。同时，蔚来充电地图在中国已接入超过 59 万根第三方充电站，在欧洲接入超过 38 万根。

未来展望：蔚来预计 22Q4 汽车销量将在 4.3 万辆至 4.8 万辆之间，同比区间为+71.8%至+91.7%；对应营收为 173.7 亿元至 192.3 亿元，同比区间为+75.4%至+94.2%。22M1-9 累计交付 8.2 万辆，参考 22Q4 指引，全年交付量较年初目标（15 万辆）下调 2 万辆，公司表示主要受制于 ET5 产能的影响。

► 大众品牌持续推进 海外市场布局加速

三大品牌覆盖全市场，海外布局打开新空间。蔚来将打造三级品牌体系，除蔚来之外，将设立代号为阿尔卑斯的第二品牌和更下沉的第三品牌“萤火虫”，新品牌将面向大众市场，预计定位分别为 20-30 万元和 10-20 万元。多层级品牌策略将帮助公司抓住快速增长的大众新能源汽车市场，并且避免伤害蔚来的品牌定位。

欧洲市场方面，ET7、ET5、EL7（ES7）以订阅模式在德国、荷兰、瑞典、丹麦四国上市；以较为低廉的价格在进入欧洲市场，打造品牌认知。蔚来产品力和服务体系较欧洲主流电车有显著优势，将支持海外市场由价格驱动逐步转化为产品驱动。

► 平台化能力强劲 产品矩阵持续完善

平台化车型开发加速新品布局。在新势力车企中，蔚来现有产品矩阵最为完善，基于公司第二代 NT2.0 平台打造了覆盖 30-50 万元的轿车和 SUV；产品差异明显，目标客群分散。公司表示，23 年上半年将推出 5 款车型，扩大用户覆盖面，高效满足用户的个性化需求，支持总销量的持续向上。

投资建议

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：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

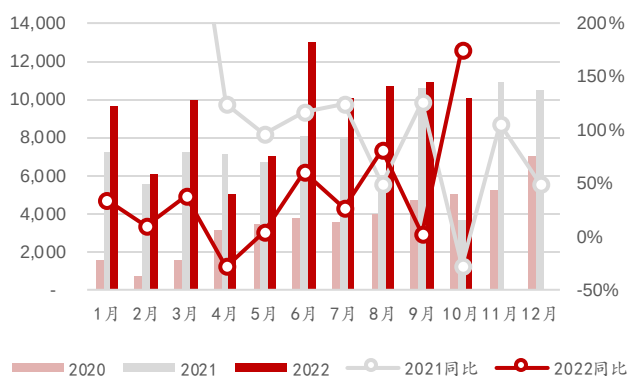
新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期；芯片短缺影响。

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
603596.SH	伯特利	91.00	买入	1.24	1.76	2.66	4.02	73.4	51.7	34.2	22.6
688326.SH	经纬恒润-W	161.10	买入	1.62	2.09	3.49	5.10	99.4	77.1	46.2	31.6
688007.SH	光峰科技	24.30	买入	0.52	0.52	0.85	1.29	46.7	46.7	28.6	18.8
002920.SZ	德赛西威	117.65	买入	1.51	2.33	3.19	4.17	77.9	50.5	36.9	28.2
688533.SH	上声电子	62.49	买入	0.41	0.82	1.74	2.56	152.4	76.2	35.9	24.4
603997.SH	继峰股份	14.26	买入	0.12	0.09	0.45	0.66	118.8	158.4	31.7	21.6
603348.SH	文灿股份	71.44	买入	0.38	1.51	2.44	3.36	188.0	47.3	29.3	21.3
600933.SH	爱柯迪	22.46	买入	0.36	0.69	0.91	1.24	62.4	32.6	24.7	18.1
601689.SH	拓普集团	71.94	买入	0.93	1.56	2.28	3.19	77.4	46.1	31.6	22.6
603179.SH	新泉股份	44.30	买入	0.75	1.05	1.54	2.07	59.1	42.2	28.8	21.4
002472.SZ	双环传动	30.27	买入	0.46	0.69	1.04	1.45	65.8	44.2	29.0	20.8
603786.SH	科博达	71.49	买入	0.97	1.28	1.70	2.26	73.5	55.9	42.1	31.6
600660.SH	福耀玻璃	37.09	买入	1.23	1.76	2.17	2.58	30.2	21.1	17.1	14.4
601799.SH	星宇股份	133.00	买入	3.41	4.56	6.05	7.97	39.0	29.2	22.0	16.7
300258.SZ	精锻科技	13.02	买入	0.36	0.51	0.68	0.88	35.8	25.5	19.3	14.8

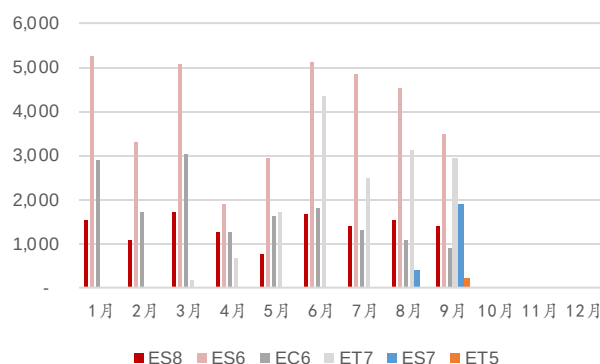
资料来源: Wind, 华西证券研究所 (收盘价截至 2022/11/10), 德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖

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

图 2 蔚来 22 年分车型交付量 (辆)



资料来源: 蔚来官网, 华西证券研究所

表 1 蔚来核心财务数据

核心财务指标 (百万 RMB)	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2
汽车收入	11932.7	9,570.8	9,244.0	9,215.4	8,636.8	7,911.8
汽车毛利率	16.4%	16.7%	18.1%	20.9%	18.0%	20.3%
服务和其他收入	1069.4	721.5	666.6	685.4	1,168.5	536.2
服务和其他毛利率	-20.5%	-35.2%	-34.4%	-32.7%	37.2%	-5.6%
总收入	13,002.1	10,292.4	9,910.6	9,900.8	9,805.3	8,448.0
毛利润	1993.2	1,340.3	1,446.8	1,699.5	1,993.2	1,573.9
毛利率	13.3%	13.0%	14.6%	17.2%	20.3%	18.6%
净利润	-4110.8	(2,757.5)	(1,782.7)	(2,143.4)	(835.3)	(587.2)
调整后净利润 (Non GAAP)	-3,499	(2,267.0)	(1,309.6)	(1,746.7)	(569.7)	(335.8)
净利率	(31.6%)	(26.8%)	(18.0%)	(21.6%)	(8.5%)	(7.0%)
调整后净利率 (Non-GAAP)	(26.9%)	(22.0%)	(13.2%)	(17.6%)	(5.8%)	(4.0%)
归属于普通股股东的每股净利润	(2.53)	(1.68)	(1.12)	(1.36)	(1.82)	(0.42)
归属于普通股股东的每股净利润 (Non-GAAP)	(2.11)	(1.34)	(0.79)	(1.07)	(0.36)	(0.21)

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。