

蔚来-SW (09866.HK)

2023年三季度报点评：业绩符合预期，新平台车型逐步放量

买入（维持）

2023年12月08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 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004
yanghb@dwzq.com.cn

研究助理 孟璐

执业证书：S0600122080033
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	49,268.56	55,994.00	89,399.26	118,383.55
同比	36%	14%	60%	32%
归属母公司净利润（百万元）	-14,559.45	-18,516.91	-12,133.28	-1,371.84
同比	-	-	-	-
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-8.67	-11.02	-7.22	-0.82
P/E（现价最新股本摊薄）	-	-	-	-

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **公司公告：**蔚来 2023Q3 营收为 190.67 亿元，同环比分别 +46.65%/+117.36%。其中车辆销售收入为 174.09 亿元，同环比分别 +45.89%/+142.30%。Q3 毛利率为 8.00%，同环比分别-5.30/+7.00pct；整车销售毛利率为 11.00%，同环比分别为-5.40/+4.80pct。2023Q3 经营亏损为 48.44 亿元，归属普通股股东净亏损为 46.3 亿元，亏损较 Q2 大幅收窄。截至 2023 年 9 月 30 日，公司现金及现金等价物、受限现金、短期投资及长期定期存款为 452 亿元（2023Q2 末为 315 亿元人民币）。

■ **Q3 业绩表现符合预期，展望后续渠道营销变革下 NT2 平台新车有望持续放量。** 1) **营收：**营收同环比大幅提升主要原因是交付量上涨、高售价车型占比提升。2023Q3 公司累计交付 5.54 万辆，同环比分别 +75.38%/+135.68%。从销量结构来看，售价最低的 ET5 销量占比为 11.76%，占比环比下滑 30.74pct；售价最高的 ES8 销量占比为 11.59%，占比环比增加 6.06%。公司平均单车收入环比回升至 31.41 万元，同环比分别-16.81%/+2.81%。公司预计 Q4 汽车交付量为 4.4-4.7 万辆。2) **毛利率：**整车销售毛利率同比下降主要原因是产品组合的变化（23Q3ET5 销量占比同比去年提升），部分抵消了单位电池成本的下降；环比提升主要原因为高端车型销量占比提升、零部件成本下降、交付量增长带来的规模效应、促销政策减少。3) **费用率：**Q3 研发费用为 30.4 亿元，同环比+3.2%/-9.1%，研发费用率 15.94%，同环比-6.71/-22.19pct；SG&A 费用为 36.1 亿元，同环比+33.1%/+26.3%，费用率为 18.93%，同环比分别-1.93/-13.64pct。研发费用环比下降原因是 Q3 地方政府为技术进步提供的支持，部分抵消了研发支出。SG&A 费用同环比增加主要原因是销售人员成本增加，以及销售及市场推广活动增加。渠道布局方面，截至 9 月底蔚来累计布局 142 家蔚来中心+326 家蔚来空间，环比 23Q2+17 家蔚来中心/+55 家蔚来空间。4) **以上综合因素影响下公司 2023Q3 经营亏损为 48.44 亿元，单车亏损为 8.2 万元，归属普通股股东净亏损为 46.3 亿元，亏损较 Q2 大幅收窄。**

■ **盈利预测与投资评级：**行业竞争加剧背景下，我们下调公司 2023-2025 年业绩预测，归属于普通股股东净利润为-185.17/-121.33/-13.72 亿元（原为-170.62/-109.86/-7.60 亿元）。鉴于公司核心技术全面布局，圈层营销构筑壁垒，2023 年新品周期强劲，我们仍然维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业价格战情况超出预期；芯片/电池等供应链不稳定等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	60.45
一年最低/最高价	54.60/123.80
市净率(倍)	6.46
港股流通市值(百万港元)	92,592.53

基础数据

每股净资产(港元)	9.35
资产负债率(%)	80.78
总股本(百万股)	1,680.22
流通股本(百万股)	1,531.72

相关研究

《蔚来-SW(09866.HK)：2023 年半年报点评：业绩略低预期，发力渠道营销变革》

2023-09-01

蔚来-SW 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	59,149.75	51,493.53	65,896.61	88,110.13	营业总收入	49,268.56	55,994.00	89,399.26	118,383.55
现金及现金等价物	19,887.58	7,944.26	6,499.58	20,021.06	营业成本	44,124.57	51,569.48	75,169.62	97,404.15
应收账款及票据	5,118.17	4,614.48	6,953.28	9,207.61	销售、一般及行政费用	10537.12	11,758.74	13,409.89	10,654.52
存货	8,191.39	5,689.45	6,264.13	10,822.68	研发费用	10,836.26	12,318.68	14,303.88	13,022.19
其他流动资产	25,952.62	33,245.33	46,179.62	48,058.77	其他费用	-588.73	-910.29	-1,466.15	-2,213.77
非流动资产	37,114.17	39,790.80	46,476.97	53,639.43	经营利润	-15,640.66	-18,742.61	-12,017.98	-483.54
固定资产	15,658.67	17,299.24	20,014.57	23,179.07	利息收入	1,358.72	795.50	317.77	259.98
商誉及无形资产	7,374.46	8,702.30	10,765.71	13,067.29	利息支出	333.22	1,192.47	1,608.98	1,994.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	233.16	737.71	1,305.86	764.93
其他长期投资	6,356.41	7,916.68	9,820.82	11,511.18	利润总额	-14,382.00	-18,401.86	-12,003.33	-1,452.88
其他非流动资产	7,724.64	5,872.57	5,875.87	5,881.89	所得税	55.10	73.61	41.95	4.05
资产总计	96,263.93	91,284.33	112,373.59	141,749.56	净利润	-14,437.10	-18,475.46	-12,045.28	-1,456.94
流动负债	45,852.05	48,230.95	71,677.47	94,868.38	少数股东损益	122.34	60.97	74.68	7.28
短期借款	5,277.13	6,620.04	8,634.41	9,079.89	归属母公司净利润	-14,559.45	-18,516.91	-12,133.28	-1,371.84
应付账款及票据	25,223.69	24,848.02	37,199.62	50,272.19	EBIT	-15,407.50	-18,004.89	-10,712.12	281.39
其他	15,351.24	16,762.89	25,843.44	35,516.30	EBITDA	-11,413.45	-15,858.04	-8,249.05	3,165.84
非流动负债	22,765.11	29,862.55	35,563.90	39,113.52					
长期借款	10,885.80	14,686.70	20,388.04	23,937.66					
其他	11,879.31	15,175.86	15,175.86	15,175.86					
负债合计	68,617.17	78,093.50	107,241.36	133,981.90					
股本	2.92	2.92	2.92	2.92	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	3,778.60	3,839.56	3,914.24	3,921.53	每股收益(元)	-8.67	-11.02	-7.22	-0.82
归属母公司股东权益	23,868.17	9,351.26	1,217.98	3,846.14	每股净资产(元)	16.45	7.85	3.05	4.62
负债和股东权益	96,263.93	91,284.33	112,373.59	141,749.56	发行在外股份(百万股)	1,680.22	1,680.22	1,680.22	1,680.22
					ROIC(%)	-31.27	-46.17	-31.32	0.75
					ROE(%)	-61.00	-198.02	-996.18	-35.67
					毛利率(%)	10.44	7.90	15.92	17.72
					销售净利率(%)	-29.55	-33.07	-13.57	-1.16
					资产负债率(%)	71.28	85.55	95.43	94.52
					收入增长率(%)	36.34	13.65	59.66	32.42
					净利润增长率(%)	-37.71	-27.18	34.47	88.69
					P/E	-	-	-	-
					P/B	3.35	7.02	18.04	11.92
					EV/EBITDA	-10.20	-6.68	-13.95	33.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年12月8日的0.9,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>