

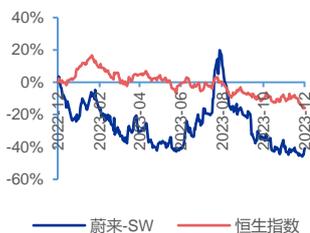
汽车 | 公司研究
2023年12月8日

买入
维持

市场数据: 2023年12月7日

收盘价 (港币)	60.45
恒生中国企业指数	16,346
52周最高/最低价 (港币)	54.60/123.80
H股市值 (亿港元)	1,015.69
流通H股 (百万股)	1,680
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230123090002
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818x
shaoyi@swsresearch.com

降本控费改善盈利，换电共享减负投资

蔚来-SW (9866.HK)

公司发布 2023 年三季报，业绩超预期。2023Q3 单季度公司实现营收 190.67 亿元，同比增长 46.64%，环比增长 117.36%；整体毛利率 8.00%，同比减少 5.34pct，主要系 2023 年以来整车竞争加剧，环比增加 7.01pct，其中三季度整车毛利率 11.00%，环比大幅提升，主要系三季度月销量回暖；归母净利润-46.29 亿元，同比增亏 11.74%，环比减亏 24.39%。

销量爬升带动毛利率回暖，后续关注降本控费带来的进一步改善。2023 年 1-5 月蔚来总销量 4.39 万辆，6 月 12 日宣布价格及权益调整，将权益从车价中拆分，全系车型直降 3 万元。权益解绑后，三季度总销量 5.5 万辆，环比提升 135%，带动整体毛利率环比改善。12 月 5 日蔚来取得江淮汽车部分工厂资产，后续将实现独立制造，**制造成本有望下降 10%**。蔚来 11 月初宣布裁员 10%，具体调整已在 11 月完成；内部将削减或推迟三年内不能提升公司财务表现的项目投入，蔚来 CFO 奉玮称，**这两项举措在 2024 年将为蔚来节约 20 亿元的总成本。**

新车型蓄势待发，或将带来销量增长。阿尔卑斯主攻 20 万~30 万元的中端市场，首款车型将在 2024 年下半年上市，阿尔卑斯的第一款车在近期完成了 VB 车 (Verification Build 验证样车制造) 试制，不会共享蔚来主品牌的销售网络及换电专用网络，**贡献销量的同时降低对主品牌形象及换电网络拥挤程度可能会带来的负面影响。**本月 23 日，蔚来将会在 NIO Day 2023 上发布一款全新旗舰车型，李斌表示，新车将成为全球智能电动汽车的技术标杆，**新车型或将为蔚来的销量带来新增长。**

建立换电联盟，降低初期投资压力，改善换电盈利性。继 11 月 21 日长安汽车与蔚来在重庆签署换电业务合作协议后，11 月 29 日，吉利控股与蔚来在杭州签署了换电战略合作协议。随着央企、民企造车巨头接连与蔚来联手，共同布局换电，“换电联盟”初步形成。蔚来主管 NIO Power 的副总裁沈斐表示，换电站每天要服务 50-60 单才能达成盈亏平衡，而当时蔚来的换电站日均在 35-36 单，此次与多合作伙伴建立换电联盟后，随换电车型的开发与上市，蔚来换电站**利用率将显著提升**，带动换电业务盈利性大幅改善，将为蔚来**贡献显著收益**；同时蔚来对外合作采用第三方持有换电站资产模式，第三方购买并持有蔚来换电站产品，蔚来负责运营，目前已经有数十个换电站采用这种运营模式，**将大幅减轻初期投资压力。**

盈利预测与估值。由于下半年整车市场竞争激烈，公司销量略微不及预期，我们下调 23~25 年营业收入由 615/1017/1341 亿元至 523/881/1254 亿元；公司降本控费决心坚定，裁员及组织优化在四季度将产生一次性费用，但优化后将为公司未来减负，预计 23、24、25 年期间费用率较此前分别+1.0、-2.0、-3.5pct。综合看，下调 23 年归母净利润预测由-167 亿元至-177 亿元，上调 24/25 年归母净利润预测由-93/-44 至-70/-28 亿元。公司为国内自主新能源豪华品牌，有望深度参与国内消费升级及电动化趋势；核心技术全栈自研下车型产品力强，权益解绑后性价比凸显，月销量有望持续提升。**参考可比公司估值，给予其 2024 年 1.40 倍 PS，对应目标市值 1,233 亿元人民币，相较当前 (2023/12/7) 有 33% 的上涨空间，维持“买入”评级。**

风险提示：新能源车竞争加剧、原材料价格波动、公司净利润尚未转正

财务数据及盈利预测

人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	36,136	49,269	52,274	88,065	125,388
同比增长率 (%)	122%	36%	6%	68%	42%
净利润 (百万元)	-10,572	-14,559	-17,757	-6,963	-2,796
同比增长率 (%)	-88%	-38%	-22%	61%	60%
每股收益 (元)	-6.29	-8.67	-10.57	-4.14	-1.66
净资产收益率 (%)	-34%	-50%	-119%	-268%	122%
市盈率 (倍)	-8.9	-6.5	-5.3	-13.6	-33.8
市净率 (倍)	2.7	4.0	15.6	-106.6	-25.7

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

表：合并利润表

单位:百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	36,136	49,269	52,274	88,065	125,388
主营业务收入	36,136	49,269	52,274	88,065	125,388
营业总支出	40,633	64,909	70,691	95,706	129,158
营业成本	29,315	44,125	48,736	72,809	103,453
营业开支	11,318	20,785	21,955	22,897	25,705
营业利润	-4,496	-15,641	-18,418	-7,641	-3,770
净利息支出	-274	-1,026	-547	-509	-782
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	247	233	200	200	200
非经常项目前利润	-3,975	-14,382	-17,671	-6,932	-2,787
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	-3,975	-14,382	-17,671	-6,932	-2,787
所得税	42	55	88	35	14
少数股东损益	6,555	122	-2	-4	-5
持续经营净利润	-10,573	-14,559	-17,757	-6,963	-2,796
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-10,572	-14,559	-17,757	-6,963	-2,796
EPS (最新股本摊薄)	-6.29	-8.67	-10.57	-4.14	-1.66

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。