

蔚来-SW (09866.HK)

2024 半年报点评：业绩超预期，L60 爆款可期

2024 年 09 月 10 日

买入（维持）

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

研究助理 孟璐

执业证书：S0600122080033

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	49269	55618	76116	115668	125584
同比(%)	36.34	12.89	36.85	51.96	8.57
归母净利润（百万元）	(14559)	(21147)	(18237)	(8806)	(1994)
同比(%)					
EPS-最新摊薄（元/股）	(7.02)	(10.20)	(8.80)	(4.25)	(0.96)
P/E（现价&最新摊薄）					

投资要点

- **公司公告：**蔚来 2024Q2 营收为 174.5 亿元，同环比分别+98.9%/+76.1%。其中车辆销售收入为 156.8 亿元，同环比分别+118.2%/+87.1%。Q2 毛利率为 9.7%，同环比分别+8.7/+4.8pct；整车销售毛利率为 12.2%，同环比分别为+6.0/+3.0pct。2024Q2 经营亏损为 52.1 亿元，经调整净亏损（非公认会计准则）为 45.4 亿元（23Q2 为-54.5 亿元，24Q1 为-49.0 亿元）。截至 2024 年 6 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 416 亿元（2023Q4 末为 453 亿元）。
- **2024Q2 业绩表现略超预期。1) 营收：**销量大幅提升带动营收同环比均大幅提升。2024Q2 公司累计交付 5.7 万辆，同环比分别+143.9%/+90.9%。从销量结构来看，售价最低的 ET5+ET5T 销量占比为 39.3%，占比环比提升 2.1pct，同时用户权益也有所增加，公司平均单车收入环比下滑至 27.33 万元，同环比分别-10.5%/-2.0%。公司预计 2024Q3 汽车交付量为 6.1-6.3 万辆，预计将达历史交付新高，环比+6.3%~+9.8%。对应 9 月交付预期为 2.03-2.23 万辆。2) **毛利率：**毛利率同环比提升的原因为规模效应下单位物料成本下降。公司业绩会中指引 Q4 整车毛利率有望达到 15%左右。3) **费用率：**2024Q2 研发费用为 32.18 亿元，同环比分别-3.8%/+12.4%，研发费用率 18.4%，同环比-19.7/-10.5pct；SG&A 费用为 37.58 亿元，同环比+31.5%/+25.4%，费用率为 21.5%，同环比分别-11.0/-8.7pct。4) 以上综合因素影响下公司 2024Q2 经营亏损为-52.1 亿元，经调整净亏损（非公认会计准则）为-45.4 亿元，环比减亏，单车亏损（由经调整净亏损/销量计算）为 7.9 万元，同环比均大幅缩窄（2023Q2 为-23.2 万元，2023Q1 为-16.3 万元）。
- **推出新品牌乐道，承担销量向上重任。**乐道汽车于 2024 年 5 月 15 日正式亮相，定位主流家庭市场。首款产品中型 SUV L60 预计将于 9 月 19 日正式上市，核心卖点：安全+空间和舒适性+补能体系+驾乘体验+智驾体验，爆款可期。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 Q3/Q4 乐道品牌相关营销等开支将增加，且考虑目前市场竞争环境，我们维持公司 2024-2026 年归属于普通股股东净利润预期为-182.4/-88.1/-19.9 亿元。鉴于公司核心技术全面布局，圈层营销构筑壁垒，我们仍然维持“买入”评级。
- **风险提示：**新车销量不及预期；行业价格战超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	38.55
一年最低/最高价	28.60/85.25
市净率(倍)	4.97
港股流通市值(百万港元)	74,209.60

基础数据

每股净资产(元)	7.75
资产负债率(%)	79.39
总股本(百万股)	2,073.52
流通股本(百万股)	1,925.02

相关研究

- 《蔚来-SW(09866.HK): 2024 一季报点评：业绩略低预期，品牌矩阵完善》
2024-06-14
- 《蔚来-SW(09866.HK): 2023Q4 季报点评：Q4 业绩符合预期，静待新品牌放量》
2024-03-10

蔚来-SW 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	70,380.23	66,617.95	89,103.72	93,066.83	营业总收入	55,617.93	76,115.54	115,667.99	125,584.15
现金及现金等价物	32,935.11	19,566.98	30,117.89	35,786.77	营业成本	52,566.14	67,785.61	99,063.93	102,979.00
应收账款及票据	4,657.65	5,920.10	8,996.40	9,767.66	销售、行政及一般费用	0.00	13,700.80	12,723.48	12,558.41
存货	5,277.73	5,648.80	11,007.10	8,581.58	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	27,509.74	35,482.07	38,982.33	38,930.82	其他费用	13,431.40	13,700.80	13,880.16	13,814.26
非流动资产	47,002.97	52,214.73	59,377.19	66,452.83	其他费用	(608.98)	(833.41)	(1,266.48)	(1,375.05)
固定资产	24,847.00	27,562.33	30,726.84	33,846.78	经营利润	(22,655.18)	(18,238.26)	(8,733.10)	(2,392.47)
商誉及无形资产	11,433.76	13,497.17	15,798.75	18,058.07	利息收入	2,210.02	1,317.40	782.68	1,204.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	403.53	1,653.98	2,039.26	1,684.80
其他长期投资	5,487.22	7,391.36	9,081.72	10,772.08	其他收益	389.78	912.25	1,483.00	853.96
其他非流动资产	5,234.99	3,763.87	3,769.88	3,775.90	利润总额	(20,458.92)	(17,662.58)	(8,506.68)	(2,018.60)
资产总计	117,383.20	118,832.68	148,480.91	159,519.66	所得税	260.84	225.18	108.45	25.74
流动负债	57,798.12	67,384.72	98,111.78	103,552.86	净利润	(20,719.75)	(17,887.77)	(8,615.13)	(2,044.34)
短期借款	9,821.50	11,835.87	12,281.35	12,726.83	少数股东损益	427.21	368.82	177.63	42.15
应付账款及票据	29,766.13	33,545.46	51,128.83	53,149.48	归属母公司净利润	(21,146.97)	(18,237.06)	(8,806.09)	(1,994.10)
其他	18,210.48	22,003.39	34,701.60	37,676.55	EBIT	(22,265.41)	(17,326.01)	(7,250.09)	(1,538.51)
非流动负债	29,989.07	35,720.19	39,269.81	42,819.43	EBITDA	(17,357.97)	(14,862.94)	(4,365.64)	1,432.76
长期借款	13,042.86	18,744.21	22,293.83	25,843.45					
其他	16,946.21	16,975.98	16,975.98	16,975.98					
负债合计	87,787.19	103,104.91	137,381.59	146,372.29					
股本	3.62	3.62	3.62	3.62	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,049.78	4,418.61	4,596.24	4,638.39	每股收益(元)	(10.20)	(8.80)	(4.25)	(0.96)
归属母公司股东权益	25,546.23	11,309.17	6,503.08	8,508.98	每股净资产(元)	14.27	7.59	5.35	6.34
负债和股东权益	117,383.20	118,832.68	148,480.91	159,519.66	发行在外股份(百万股)	2,073.52	2,073.52	2,073.52	2,073.52
					ROIC(%)	(46.85)	(35.53)	(15.97)	(3.20)
					ROE(%)	(82.78)	(161.26)	(135.41)	(23.44)
					毛利率(%)	5.49	10.94	14.35	18.00
					销售净利率(%)	(38.02)	(23.96)	(7.61)	(1.59)
					资产负债率(%)	74.79	86.76	92.52	91.76
					收入增长率(%)	12.89	36.85	51.96	8.57
					净利润增长率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/E				
					P/B	2.68	5.05	7.16	6.04
					EV/EBITDA	(7.60)	(6.09)	(19.22)	57.39

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2024年9月6日的1港币≈0.93人民币,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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>