

汽车	收盘价 港元 34.10	目标价 港元 59.88	潜在涨幅 +75.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年9月6日

蔚来汽车 (9866 HK)

汽车毛利率超预期，拐点已至，维持买入

① **2 季度收入略超预期，汽车毛利率超预期。**蔚来汽车公布 2024 年 2 季度业绩，营收 175 亿元（人民币，下同），同/环比+98.9%/+76.1%，略高于预期，主要是由于销量较预期高；毛利率 9.7%，其中汽车毛利率 12.2%，较我们预期的 10-11% 为高，主要原因是 2 季度供应商采购合同重谈带来单车成本的下降，同时折扣和优惠略有收窄。销售/研发费用环比+25.4%/+12.4%，研发费用大致在管理层指引内，而乐道的渠道扩张和 2024 款车型在 2 季度交付令销售费用增长较预期高。2 季度净亏损 50.4 亿元，和 1 季度基本持平。调整后净亏损 45.4 亿元，对比去年同期净亏损 54.5 亿元。

蔚来预计，3 季度汽车交付量为 6.1 万至 6.3 万辆，同比增长约 10.0% 至 13.7%；总收入将在 191.1 亿至 196.7 亿元之间，同比增长约 0.2% 至 3.2%，两项指引均创历史新高。蔚来在 7 月和 8 月分别交付了 2.05 万辆和 2.02 万辆，以此计算，9 月需要交付 2.03 万至 2.23 万辆。

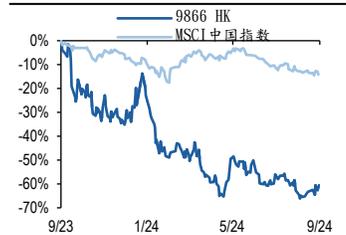
② **预期下半年汽车毛利率按季改善；乐道下半年接棒成为销量增长动力。**蔚来的 3 季度销量指引显示其月销能稳定在 2 万辆的水平，而 9 月下旬会开始交付乐道 L60。随着销量的环比改善和促销减少，我们认为 3 季度汽车毛利率将进一步改善。4 季度随着乐道开始批量交付，我们认为汽车毛利率依然有改善空间。乐道 L60 将在 9 月 19 日正式上市，预售价为 21.99 万元，最终定价会更低。而 BaaS 后价格我们预期在 15-17 万元区间，将会是 20 万元以内可换可充补能的唯一选择。同时管理层表示，乐道 L60 的供应今年 12 月按照 1 万辆的交付量去准备，明年希望能够做到单月 2 万辆的交付量水平，毛利率目标在~15%。乐道明年将会有中大型 SUV 发布，而定位更低的“萤火虫”（Firefly）品牌也会在明年发布。

③ **拐点已至，维持买入。**我们维持买入评级，目标价维持 59.88 港元/7.7 美元（NIO US）。现价对应我们的销量预测仅 0.9 倍 2024 年市销率，估值吸引。乐道 L60 的交付、销量环比上升和汽车毛利率改善将支撑股价反弹。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	84.15
52周低位 (港元)	29.05
市值 (百万港元)	128,968.43
日均成交量 (百万)	3.70
年初至今变化 (%)	(53.67)
200天平均价 (港元)	37.20

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	49,269	55,618	62,847	86,433	100,879
同比增长 (%)	36.3	12.9	13.0	37.5	16.7
净利润 (百万人民币)	(14,280)	(20,844)	(16,867)	(15,083)	(13,813)
每股盈利 (人民币)	(8.72)	(12.26)	(9.92)	(8.87)	(8.12)
同比增长 (%)	244.2	40.5	-19.1	-10.6	-8.4
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	16.75	17.30	7.38	(1.50)	(9.62)
市账率 (倍)	1.85	1.80	4.21	(20.76)	(3.23)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2024年9月6日

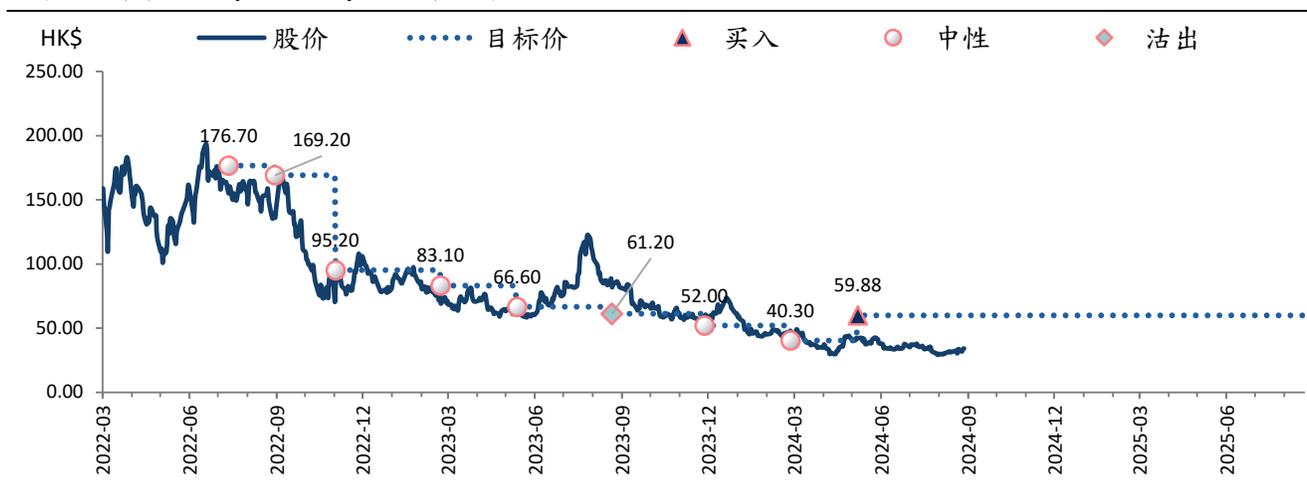
蔚来汽车 (9866 HK)

图表 1: 蔚来汽车季度业绩

人民币百万	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	环比	同比
总营收	7,982	8,448	9,805	9,901	9,911	10,292	13,002	16,064	10,676	8,772	19,067	17,103	9,909	17,446	76.1%	98.9%
车辆销售	7,406	7,912	8,637	9,215	9,244	9,571	11,933	14,759	9,224	7,185	17,409	15,439	8,381	15,680	87.1%	118.2%
服务及其他	577	536	1,169	685	667	722	1,069	1,304	1,452	1,587	1,658	1,664	1,527	1,766	15.7%	11.3%
成本	(6,428)	(6,874)	(7,812)	(8,201)	(8,464)	(8,952)	(11,267)	(15,442)	(10,514)	(8,685)	(17,543)	(15,824)	(9,421)	(15,757)	67.3%	81.4%
车辆销售	(5,839)	(6,308)	(7,078)	(7,292)	(7,568)	(7,977)	(9,978)	(13,749)	(8,757)	(6,738)	(15,491)	(13,600)	(7,613)	(13,773)	80.9%	104.4%
服务及其他	(589)	(566)	(734)	(910)	(896)	(975)	(1,289)	(1,692)	(1,757)	(1,946)	(2,052)	(2,224)	(1,808)	(1,984)	9.7%	1.9%
毛利	1,555	1,574	1,993	1,700	1,447	1,340	1,735	622	162	87	1,523	1,279	488	1,689	246.2%	1842.0%
车辆销售	1,567	1,604	1,559	1,924	1,676	1,594	1,954	1,010	467	447	1,917	1,838	768	1,906	148.2%	326.6%
服务及其他	(12)	(30)	435	(224)	(230)	(254)	(219)	(388)	(305)	(360)	(394)	(559)	(280)	(217)	-22.4%	-39.6%
研发费用	(687)	(884)	(1,193)	(1,829)	(1,762)	(2,149)	(2,945)	(3,981)	(3,076)	(3,345)	(3,039)	(3,972)	(2,864)	(3,219)	12.4%	-3.8%
销售费用	(1,197)	(1,498)	(1,825)	(2,358)	(2,015)	(2,282)	(2,712)	(3,527)	(2,446)	(2,857)	(3,609)	(3,973)	(2,997)	(3,757)	25.4%	31.5%
其他经营损失	33	44	33	42	141	246	52	150	247	40	281	40	(21)	78	-475.0%	94.4%
经营损失	(296)	(763)	(992)	(2,445)	(2,189)	(2,846)	(3,870)	(6,736)	(5,112)	(6,074)	(4,844)	(6,625)	(5,394)	(5,209)	-3.4%	-14.2%
净亏损	(451)	(587)	(835)	(2,143)	(1,783)	(2,758)	(4,111)	(5,786)	(4,740)	(6,056)	(4,557)	(5,368)	(5,185)	(5,046)	-2.7%	-16.7%
销量	20,060	21,896	24,439	25,034	25,768	25,059	31,607	40,052	31,041	23,520	55,432	50,045	30,053	57,373	90.9%	143.9%
费用%																
研发费用	-8.6%	-10.5%	-12.2%	-18.5%	-17.8%	-20.9%	-22.6%	-24.8%	-28.8%	-38.1%	-15.9%	-23.2%	-28.9%	-18.4%		
销售费用	-15.0%	-17.7%	-18.6%	-23.8%	-20.3%	-22.2%	-20.9%	-22.0%	-22.9%	-32.6%	-18.9%	-23.2%	-30.2%	-21.5%		
利润率																
车辆销售毛利	21.2%	20.3%	18.0%	20.9%	18.1%	16.7%	16.4%	6.8%	5.1%	6.2%	11.0%	11.9%	9.2%	12.2%		
服务及其他毛利	-2.1%	-5.6%	37.2%	-32.7%	-34.4%	-35.2%	-20.5%	-29.7%	-21.0%	-22.7%	-23.8%	-33.6%	-18.4%	-12.3%		
毛利	19.5%	18.6%	20.3%	17.2%	14.6%	13.0%	13.3%	3.9%	1.5%	1.0%	8.0%	7.5%	4.9%	9.7%		
经营损失	-3.7%	-9.0%	-10.1%	-24.7%	-22.1%	-27.6%	-29.8%	-41.9%	-47.9%	-69.2%	-25.4%	-38.7%	-54.4%	-29.9%		
净亏损	-5.7%	-7.0%	-8.5%	-21.6%	-18.0%	-26.8%	-31.6%	-36.0%	-44.4%	-69.0%	-23.9%	-31.4%	-52.3%	-28.9%		

资料来源: 公司资料

图表 2: 蔚来汽车 (9866 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	46.30	51.47	11.2%	2024年08月07日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	11.34	13.55	19.4%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.15	6.24	1.4%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.40	26.49	36.5%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.56	18.60	60.9%	2024年03月14日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	33.20	39.29	18.3%	2024年08月27日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	11.46	16.30	42.2%	2024年07月11日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	73.10	120.34	64.6%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	34.10	59.88	75.6%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	237.20	306.48	29.2%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.92	12.50	40.1%	2023年08月23日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.33	3.34	43.3%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 9 月 5 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	49,269	55,618	62,847	86,433	100,879
主营业务成本	(44,125)	(52,566)	(56,984)	(77,325)	(89,845)
毛利	5,144	3,052	5,863	9,108	11,034
销售及管理费用	(10,537)	(12,885)	(10,684)	(12,533)	(13,619)
研发费用	(10,836)	(13,431)	(12,884)	(12,965)	(12,610)
其他经营净收入/费用	589	609	688	946	1,105
经营利润	(15,641)	(22,655)	(17,017)	(15,443)	(14,090)
财务成本净额	1,026	1,806	397	322	235
其他非经营净收入/费用	233	390	64	64	65
税前利润	(14,382)	(20,459)	(16,555)	(15,057)	(13,789)
税费	(55)	(261)	(211)	(192)	(176)
非控股权益	157	(124)	(100)	166	152
净利润	(14,280)	(20,844)	(16,867)	(15,083)	(13,813)
作每股收益计算的净利润	(14,280)	(20,844)	(16,867)	(15,083)	(13,813)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,888	32,935	27,950	26,223	23,992
有价证券	22,439	22,497	15,772	15,268	14,789
应收账款及票据	5,118	4,658	5,510	7,578	8,844
存货	8,191	5,278	6,245	8,474	9,846
其他流动资产	3,514	5,013	5,030	5,048	5,065
总流动资产	59,150	70,380	60,508	62,591	62,537
物业、厂房及设备	15,871	25,084	28,574	30,744	31,564
其他长期资产	21,243	21,919	24,200	26,937	30,221
总长期资产	37,114	47,003	52,774	57,681	61,785
总资产	96,264	117,383	113,282	120,272	124,322
短期贷款	4,039	5,085	5,340	5,607	5,887
应付账款	25,224	29,766	35,127	49,784	59,076
其他短期负债	16,589	22,947	26,227	29,153	32,485
总流动负债	45,852	57,798	66,694	84,544	97,448
长期贷款	10,886	13,043	14,999	17,249	19,837
其他长期负债	11,879	16,946	18,759	20,898	23,422
总长期负债	22,765	29,989	33,758	38,147	43,258
总负债	68,617	87,787	100,452	122,691	140,706
储备及其他资本项目	27,425	29,407	12,540	(2,543)	(16,356)
股东权益	27,425	29,407	12,540	(2,543)	(16,356)
非控股权益	221	189	290	124	(28)
总权益	27,647	29,596	12,830	(2,419)	(16,384)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(14,437)	(20,720)	(16,766)	(15,249)	(13,965)
折旧及摊销	2,554	4,934	5,480	6,830	8,180
营运资本变动	9,755	12,798	5,390	11,534	7,843
其他经营活动现金流	753	0	0	0	0
经营活动现金流	(1,376)	(2,988)	(5,897)	3,115	2,058
资本开支	(10,826)	(14,147)	(8,970)	(9,000)	(9,000)
投资活动	14,590	3,230	6,724	504	479
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	3,763	(10,916)	(2,246)	(8,496)	(8,521)
负债净变动	(874)	6,701	3,158	3,654	4,232
其他融资活动现金流	0	(20,250)	0	0	0
融资活动现金流	(874)	26,952	3,158	3,654	4,232
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	18,375	19,888	32,935	27,950	26,223
年末现金	19,888	32,935	27,950	26,223	23,992

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(8.723)	(12.260)	(9.920)	(8.871)	(8.124)
全面摊薄每股收益	(8.723)	(12.260)	(9.920)	(8.871)	(8.124)
每股账面值	16.753	17.296	7.375	(1.496)	(9.620)
利润率分析 (%)					
毛利率	10.4	5.5	9.3	10.5	10.9
净利率	(29.0)	(37.5)	(26.8)	(17.5)	(13.7)
盈利能力 (%)					
ROA	(15.9)	(19.5)	(14.6)	(12.9)	(11.3)
ROE	(48.5)	(83.7)	188.1	(240.2)	(68.2)
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	139.2	净现金
流动比率	1.3	1.2	0.9	0.7	0.6
存货周转天数	42.4	46.8	40.0	40.0	40.0
应收账款周转天数	29.3	32.1	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	156.6	190.9	225.0	235.0	240.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年9月6日

蔚来汽车 (9866 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。