

蔚来-SW (09866.HK)

产品矩阵快速完善，2025 年销量指引强劲

Q3 毛利率进一步提升。公司 Q3 交付了 61855 辆车，其中蔚来/乐道品牌分别为 61023/832 辆。收入同比下降 2.1%、环比增长 7%至 186.7 亿人民币，汽车销售/其他销售额分别环比增长 6.5%/11.9%到 167/20 亿人民币。毛利率同比/环比提升 2.8pct/1.1pct 至 10.7%，符合预期。其中汽车毛利率同比/环比提升 2.0pct/0.9pct 至 13.1%，主要是由于单位 BOM 成本下降；其他业务毛亏损率同比/环比改善 15pct/3.5pct 至 8.8%，主要系零部件、配件销售及汽车售后服务盈利性改善。运营费用伴随收入的增长也呈现一定幅度的增长，研发和 SG&A 费用率环比基本持平。Q3 归母净亏损 51 亿人民币，non-GAAP 归母净亏损 44 亿，non-GAAP 归母净亏损率环比收窄 2.4pct 至 23.6%。

预计 Q4 蔚来主品牌销量较为疲软，乐道拉动成长。公司 10 月交付 20976 辆，其中蔚来和乐道品牌销量分别为 16657/4319 辆。蔚来品牌销量环比有所下降，公司表明主要系促销政策的收窄导致。展望 Q4，公司指引 Q4 销量 7.2-7.5 万，并表明乐道品牌 12 月产量可以爬坡至 1 万，当前在手订单充裕，我们预计产能有望全部转化为销量。因此，NIO 品牌在 Q4 销量可能相对疲软，乐道品牌将成为销量成长的主要动力来源。收入层面，公司指引 Q4 收入大约为 196.76-203.83 亿元，同比增长 15%-19.2%。

产品矩阵不断完善，2025 年销量指引强劲。1) **蔚来品牌：**NT3.0 平台的第一款车型 ET9 预计将于 12 月 21 日正式上市、2025 年 3 月开始交付，该车型预售价为 80 万元，是 NIO 以往技术的结晶之作。此外，蔚来品牌其他车型也会陆续上市。2) **乐道品牌：**当前 L60 正在快速爬坡当中，公司预计 2025 年 3 月产能可爬升至 2 万辆，此外 2025 年即将上市一款大五座的 SUV 和一款六座/七座的 SUV 车型，使得整个乐道品牌成为公司 2025 年销量增长的强劲驱动力。3) **萤火虫品牌：**12 月 21 日，萤火虫品牌将全球首次亮相，定位精品紧凑型汽车市场，其首款车型预计将于 2025H1 交付。基于愈发广泛的细分市场布局，公司目标 2025 年销量在今年的基础上实现翻倍。

预计明年继续扩张补能网络，为汽车销售奠基。今年前三季度，蔚来品牌在中国 30 万元以上的纯电市场中销量稳居第一，占据超 40%的市场份额，在中国高端纯电市场龙头地位稳固。优秀的市场地位离不开公司独特的补能方式和 BaaS 购车方案。截至 11 月 20 日，公司在全球拥有 2737 个换电站、24282 根超充电桩和目充电桩。由于换电能力是蔚来汽车最吸引消费者的优势之一，公司仍会坚持基建先行的策略，在明年加速布局换电站，以实现“加电县县通”的目标，并支持公司各个品牌汽车在全国范围内的竞争力。

投资建议：考虑到公司新产品强势，我们适当调高了销量和收入预测，预计 2024-2026 年销量约 22/40/49 万辆，总收入达 661/1028/1221 亿元。得益于规模经济，公司未来几年亏损率有望逐步收窄，但我们预计亏损绝对值随着我们调高了收入预测也有所增长，预计 non-GAAP 归母净利润率约-27%/-13%/-11%。我们给予其目标市值约 128 亿美元（994 亿港元），对应约 0.9X 2025e P/S，目标价港股（9866.HK）47.9 港元、美股（NIO.N）6.2 美元，维持“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、新品牌推进不及预期风险、盈利性改善不及预期的风险、现金消耗较快的风险、上游零部件供应波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	49,269	55,618	66,088	102,783	122,087
增长率 YoY (%)	36.3	12.9	18.8	55.5	18.8
归母净利润（百万元）	-14,559	-21,317	-20,264	-16,522	-15,259
归母净利润率 (%)	-30%	-38%	-31%	-16%	-12%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-11,984	-18,645	-17,901	-13,743	-13,184
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-24%	-34%	-27%	-13%	-11%
P/S (倍)	1.5	1.3	1.1	0.7	0.6
P/B (倍)	2.4	2.2	4.1	7.5	7.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11 月 22 日收盘价（港元）	35.95
总市值（百万港元）	75,151.13
总股本（百万股）	2,090.43
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	4.70

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《蔚来-SW (09866.HK)：乐道即将上市，产品矩阵逐步完善》 2024-09-09
- 《蔚来-SW (09866.HK)：订单强劲，不断补齐产品矩阵》 2024-06-15
- 《蔚来-SW (09866.HK)：期待销能转化、降本增效》 2023-12-11

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	59150	70380	62621	92855	73639
现金及现金等价物	19888	32935	27772	45886	33799
短期投资净额	19171	16810	16810	16810	16810
应收账款	5118	4658	2685	8735	4830
存货	8191	5278	4654	10725	7500
其他流动资产	6782	10700	10700	10700	10700
非流动资产	37114	47003	43897	41568	39384
固定资产	15659	24847	21742	19412	17228
资产使用权	7374	11404	11404	11404	11404
无形资产	0	30	30	30	30
长期投资	6356	5487	5487	5487	5487
其他非流动资产	7725	5235	5235	5235	5235
资产总计	96264	117383	106519	134423	113023
流动负债	45852	57798	55880	86979	62510
短期借款	4039	5085	5085	5085	5085
应付账款	25224	29766	32475	49548	32465
应付负债	13654	15556	10929	24956	17569
其他流动负债	2935	7390	7390	7390	7390
非流动负债	22765	29989	32989	35989	38989
长期借款	10886	13043	16043	19043	22043
其他非流动负债	11879	16946	16946	16946	16946
负债合计	68617	87787	88869	122968	101499
资本公积	94593	117717	125717	135717	150717
未分配利润	-69914	-90758	-110677	-126833	-141727
累计其他综合损益	1036	433	433	433	433
归属母公司股东权益	23868	25546	13627	7471	7578
少数股东权益	221	189	162	124	86
可赎回非控股股权权益	3557	3860	3860	3860	3860
可赎回及权益总额	27647	29596	17650	11455	11524
负债和权益总额	96264	117383	106519	134423	113023

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3866	-1382	-12613	8664	-27037
净利润	-14437	-20720	-19946	-16194	-14931
固定资产折旧	2852	3378	6656	5879	5234
无形资产摊销	2296	2369	0	0	0
营运资金变动	4444	13085	678	18979	-17340
其他经营现金流	979	506	0	0	0
投资活动现金流	10385	-10885	-3550	-3550	-3050
资本开支	-6973	-14341	-3550	-3550	-3050
其他投资现金流	17358	3455	0	0	0
筹资活动现金流	-1616	27663	11000	13000	18000
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1616	27663	11000	13000	18000
现金净增加额	4781	15466	-5163	18114	-12087

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	49269	55618	66088	102783	122087
营业成本	44125	52566	59593	92276	109350
毛利润	5144	3052	6495	10507	12737
研发费用	10836	13431	12812	11814	12118
销售及管理费用	10537	12885	15076	16692	17353
其他经营性损益	589	609	422	730	730
营业利润 (亏损)	-15641	-22655	-20971	-17269	-16006
财务收入	1477	1572	1552	1408	1915
财务支出	313	458	716	773	830
联营公司亏损	-378	-64	492	799	799
其他非经营性收益	1259	1334	1083	1075	1525
利润总额	-14382	-20629	-19899	-16194	-14931
所得税	55	261	47	0	0
净利润	-14437	-20890	-19946	-16194	-14931
可赎回少数股东权益的增益	-279	-303	-345	-366	-366
少数股东损益	-157	124	-28	-38	-38
归属普通股股东净利润	-14559	-21317	-20264	-16522	-15259
调整后归属普通股股东净利	-11984	-18645	-17901	-13743	-13184

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	36.3	12.9	18.8	55.5	18.8
营业利润 (%)	247.9	44.8	-7.4	-17.7	-7.3
归属于母公司净利润 (%)	302.7	55.6	-4.0	-23.2	-4.1
获利能力					
毛利率 (%)	10.4	5.5	9.8	10.2	10.4
净利率 (%)	-24.3	-33.5	-27.1	-13.4	-10.8
ROE (%)	-50.2	-73.0	-131.4	-184.0	-174.0
ROIC (%)	-19.8	-105.8	-205.8	203.6	-355.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.3	74.8	83.4	91.5	89.8
净负债比率 (%)	-66.4	-109.0	-166.5	-546.1	-378.9
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.9	1.0
应收账款周转率	12.4	11.4	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	2.3	1.9	1.9	2.3	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-7.5	-11.6	-11.1	-8.6	-8.2
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.5	-0.9	-7.8	5.4	-16.8
每股净资产 (最新摊薄)	14.9	15.9	8.5	4.6	4.7
估值比率					
P/S	1.5	1.3	1.1	0.7	0.6
P/B	2.4	2.2	4.1	7.5	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价

图表 1: 蔚来核心预测: 年度

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量 (台)	43728	91429	122486	160038	222886	401734	492297
ES8	10861	20050	14380	14138	8996	9170	8711
ES6	27945	41474	42012	56539	76600	77629	73747
EC6	4922	29905	17076	11324	26596	26905	25560
ET7	-	-	23046	5643	7377.05	6366	6048
ET5	-	-	11814	40848	27386.5	27676	26292
ES7	-	-	14158	6524	2622	2703	2568
EC7	-	-	-	3661	2822	2874	2731
ET5T	-	-	-	21361	50653	51310	48744
ET9	-	-	-	-	-	4100	3895
乐道/萤火虫	-	-	-	-	19832	193000	294000
总收入 (百万元)	16,258	36,136	49,269	55,618	66,088	102,783	122,087
车辆销售	15183	33170	45507	49257	59074	93783	110002
服务及其他	1075	2967	3762	6361	7014	9000	12085
毛利 (百万元)	1,873	6,821	5,144	3,052	6,495	10,507	12,737
车辆销售	1927	6653	6235	4670	7284	10586	11953
服务及其他	-53	168	-1091	-1618	-789	-78	784
毛利率	12%	19%	10%	5%	10%	10%	10%
车辆销售	13%	20%	14%	9%	12%	11%	11%
服务及其他	-5%	6%	-29%	-25%	-11%	-1%	6%
销售及管理费用率	-24%	-19%	-21%	-23%	-23%	-16%	-14%
研发费用率	-15%	-13%	-22%	-24%	-19%	-11%	-10%
净利润 (百万元)	-5,304	-4,017	-14,437	-20,890	-19,946	-16,194	-14,931
净利润率	-35%	-29%	-30%	-38%	-31%	-16%	-12%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-5,112	-2,976	-11,984	-18,645	-17,901	-13,743	-13,184
Non-GAAP 净利润率	-31%	-8%	-24%	-34%	-27%	-13%	-11%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 蔚来核心预测: 季度

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4E
总销量 (台)	31041	23520	55432	50045	30053	57373	61855	73605
ES8	919	1301	6425	5493	1881	2592	2445	2078
ES6	4573	5867	27615	18484	10282	21275	23707	21336
EC6	1765	132	1252	8175	4322	7479	7787	7008
ET7	1908	1693	991	1051	1058	2262	2193	1864
ET5	18703	9996	6518	5631	4893	7759	7755	6979.5
ES7	3170	1670	1079	605	513	396	926	787.1
EC7	3	1,522	1,214	922	611	820	752	639
ET5T	0	1339	10338	9684	6493	14790	15458	13912
ET9	0	0	0	0	0	0	0	0
乐道/萤火虫	-	-	-	-	-	-	832	19000
总收入 (百万元)	10,676	8,772	19,067	17,103	9,909	17,446	18,674	20,060
车辆销售	9224	7185	17409	15439	8381	15680	16698	18316
服务及其他	1452	1587	1658	1664	1527	1766	1976	1744
毛利 (百万元)	162	87	1,523	1,279	488	1,689	2,007	2,312
车辆销售	467	447	1917	1838	768	1906	2181	2430
服务及其他	-305	-360	-394	-559	-280	-217	-173	-118
毛利率	2%	1%	8%	7%	5%	10%	11%	12%
车辆销售	5%	6%	11%	12%	9%	12%	13%	13%
服务及其他	-21%	-23%	-24%	-34%	-18%	-12%	-9%	-7%
销售及管理费用率	-23%	-33%	-19%	-23%	-30%	-22%	-22%	-21%
研发费用率	-29%	-38%	-16%	-23%	-29%	-18%	-18%	-17%
净利润 (百万元)	-4,740	-6,056	-4,557	-5,368	-5,185	-5,046	-5,060	-4,656
净利润率	-45%	-70%	-24%	-33%	-53%	-29%	-28%	-24%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-4,142	-5,437	-3,948	-4,948	-4,897	-4,533	-4,403	-4,068
Non-GAAP 净利润率	-39%	-62%	-21%	-29%	-49%	-26%	-24%	-20%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com