

汽车	收盘价 港元 35.90	目标价 港元 48.96↓	潜在涨幅 +36.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年3月24日

蔚来汽车 (9866 HK)

业绩不及预期，降本增效下2季度估值或迎来拐点，维持买入

⊖ **收入低于预期，费用支出略高于预期。**蔚来2024年4季度营收197亿元（人民币，下同），同/环比+15.2%/+5.5%，略低于预期，主因单车价格下降幅度较预期大，由3季度的27万元环比下滑至24万元，我们认为受较低价的乐道L60上量，同时蔚来品牌4季度促销力度加大的影响。汽车毛利率13.1%环比持平。销售/研发费用环比+18.7%/+9.6%，研发费用大致在管理层指引内，而乐道的渠道扩张和发布令销售费用增长较预期高，较3季度增加7.7亿元，超出预期。4季度净亏损/调整后净亏损-71亿/-66亿元，不及预期。

蔚来2025年1季度销量指引4.1-4.3万辆，测算3月销量1.39-1.59万辆，环比2月只增长750-2750辆，反映3月销量尚待明显改善。从单车价格来看，1季度收入指引123.7-128.6亿元，我们测算1季度单车价格约24.5-25万元，环比略有提升，但由于1季度销量偏软，汽车毛利率预期将环比下降。

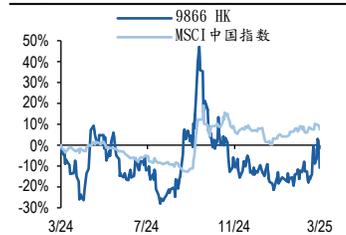
⊖ **关注2季度降本增效效果。**蔚来业绩不及预期，但我们认为市场目前最为关注是降本增效的落地效果。其中措施包括1) CBU机制明确投入产出比指标，2) 加强供应链管理，3) 人员精简，4) 整合蔚来和乐道部分资源，如交付渠道合并等。蔚来预计降本增效的效果会在2季度反映到业绩上。在2025年蔚来汽车有9款新车型计划推出，涵盖旗下三大品牌（蔚来、乐道、萤火虫），包括ET9，2025款“5566”系列，蔚来一款高定位新车，乐道L90和第三款车型，及萤火虫首款车型。

⊖ **维持买入，2季度估值或迎来拐点。**我们下调2025年销量预测8.5%至30万辆（之前为32.8万辆），以反映销量低于预期。但我们认为随着5566的上市和2季度降本效果释放，估值或迎来改善契机。蔚来目前股价对应0.78倍2025年市销率，低于新势力平均的1.2倍，已经反映了部份负面因素。我们维持**买入**评级，目标价下调至48.96港元/6.3美元(NIO US)，对应1.1倍2025年市销率。

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)	59.15
52周低位(港元)	29.05
市值(百万港元)	136,364.05
日均成交量(百万)	14.82
年初至今变化(%)	3.16
200天平均价(港元)	38.04

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	55,618	65,732	84,681	92,670	95,526
同比增长(%)	12.9	18.2	28.8	9.4	3.1
净利润(百万人民币)	(20,844)	(22,310)	(15,325)	(13,470)	(13,239)
每股盈利(人民币)	(12.26)	(10.86)	(7.46)	(6.56)	(6.44)
同比增长(%)	40.5	-11.4	-31.3	-12.1	-1.7
前EPS预测值(人民币)			(8.87)	(8.12)	
调整幅度(%)			-15.9	-19.3	
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值(人民币)	17.30	6.53	(0.93)	(7.49)	(13.93)
市账率(倍)	1.94	5.13	(35.90)	(4.47)	(2.40)

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。

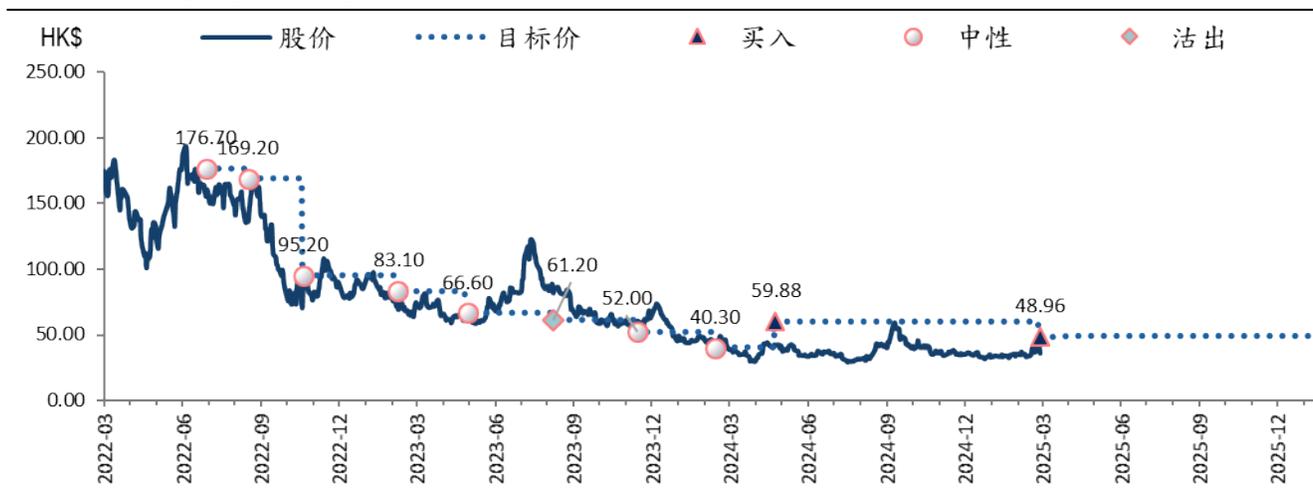
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 蔚来业绩

人民币百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	环比	同比	2023	2024	同比
总收入	10,676	8,772	19,067	17,103	9,909	17,446	18,674	19,703	5.5%	15.2%	55,618	65,732	18.2%
车辆销售	9,224	7,185	17,409	15,439	8,381	15,680	16,698	17,476	4.7%	13.2%	49,257	58,234	18.2%
服务及其他	1,452	1,587	1,658	1,664	1,527	1,766	1,976	2,228	12.7%	33.8%	6,361	7,497	17.9%
销货成本	(10,514)	(8,685)	(17,543)	(15,824)	(9,421)	(15,757)	(16,666)	(17,394)	4.4%	9.9%	(52,566)	(59,239)	12.7%
车辆销售	(8,757)	(6,738)	(15,491)	(13,600)	(7,613)	(13,773)	(14,517)	(15,191)	4.6%	11.7%	(44,588)	(51,095)	14.6%
服务及其他	(1,757)	(1,946)	(2,052)	(2,224)	(1,808)	(1,984)	(2,149)	(2,204)	2.5%	-0.9%	(7,979)	(8,144)	2.1%
毛利	162	87	1,523	1,279	488	1,689	2,007	2,309	15.0%	80.5%	3,052	6,493	112.8%
研发费用	(1,296)	(1,367)	(1,306)	(1,308)	(1,350)	(1,467)	(1,633)	(2,006)	22.9%	53.4%	(5,277)	(6,457)	22.4%
SG&A 费用	(1,387)	(1,544)	(1,692)	(1,937)	(1,388)	(1,574)	(1,633)	(2,275)	39.3%	17.5%	(6,559)	(6,871)	4.8%
营业利润/亏损	(2,615)	(3,108)	(3,226)	(2,435)	(1,895)	(1,905)	(1,725)	(1,957)	13.5%	-19.6%	(11,384)	(7,482)	-34.3%
净亏损/净利(合并口径)	(4,740)	(6,056)	(4,557)	(5,368)	(5,185)	(5,046)	(5,060)	(7,111)	40.6%	32.5%	(20,720)	(22,402)	8.1%
Non-GAAP 净亏损/净利	(4,150)	(5,446)	(3,953)	(4,802)	(4,150)	(4,535)	(4,413)	(6,622)	50.1%	37.9%	(18,351)	(19,720)	7.5%
销量	31,041	23,520	55,432	50,045	30,053	57,373	61,855	72,689	17.5%	45.2%	160,038	221,970	38.7%
单车价格	297,171	305,494	314,058	308,497	278,885	273,293	269,947	240,416	-10.9%	-22.1%	307,785	262,351	-14.8%
费用%													
研发费用	-28.8%	-38.1%	-15.9%	-23.2%	-28.9%	-18.4%	-17.8%	-18.5%			-24.1%	-19.8%	
SG&A 费用	-22.9%	-32.6%	-18.9%	-23.2%	-30.2%	-21.5%	-22.0%	-24.8%			-23.2%	-23.9%	
利润率													
车辆销售	5.1%	6.2%	11.0%	11.9%	9.2%	12.2%	13.1%	13.1%			9.5%	12.3%	
服务及其他	-21.0%	-22.7%	-23.8%	-33.6%	-18.4%	-12.3%	-8.8%	1.1%			-25.4%	-8.6%	
毛利	1.5%	1.0%	8.0%	7.5%	4.9%	9.7%	10.7%	11.7%			5.5%	9.9%	
营业利润/亏损	-47.9%	-69.2%	-25.4%	-38.7%	-54.4%	-29.9%	-28.0%	-30.6%			-40.7%	-33.3%	
净亏损/净利	-44.4%	-69.0%	-23.9%	-31.4%	-52.3%	-28.9%	-27.1%	-36.1%			-37.3%	-34.1%	

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	61.70	53.74	-12.9%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	15.18	13.55	-10.8%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.07	6.24	-11.8%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.85	26.49	21.2%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.28	18.60	14.3%	2024 年 03 月 14 日	重卡
9866 HK	蔚来汽车	买入	35.90	48.96	36.4%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.20	22.50	30.8%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	83.50	134.69	61.3%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	391.60	379.22	-3.2%	2024 年 10 月 31 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.46	17.36	12.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	101.30	93.62	-7.6%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.21	3.34	4.0%	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 2025 年 3 月 21 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	55,618	65,732	84,681	92,670	95,526
主营业务成本	(52,566)	(59,239)	(74,998)	(81,832)	(84,410)
毛利	3,052	6,493	9,684	10,838	11,116
销售及管理费用	(12,885)	(15,741)	(12,279)	(12,510)	(12,418)
研发费用	(13,431)	(13,037)	(12,702)	(11,584)	(11,463)
其他经营净收入/费用	609	412	530	580	598
经营利润	(22,655)	(21,874)	(14,767)	(12,676)	(12,168)
财务成本净额	1,806	55	(108)	(308)	(556)
其他非经营净收入/费用	390	(606)	(528)	(555)	(583)
税前利润	(20,459)	(22,425)	(15,404)	(13,539)	(13,306)
税费	(261)	23	16	14	14
非控股权益	(124)	92	63	55	54
净利润	(20,844)	(22,310)	(15,325)	(13,470)	(13,239)
作每股收益计算的净利润	(20,844)	(22,310)	(15,325)	(13,470)	(13,239)

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	32,935	19,329	13,243	14,564	14,854
有价证券	22,497	22,556	19,729	17,466	15,657
应收账款及票据	4,658	1,676	4,080	4,465	4,602
存货	5,278	7,087	7,827	8,540	8,809
其他流动资产	5,013	11,238	11,256	11,274	11,292
总流动资产	70,380	61,886	56,134	56,310	55,215
物业、厂房及设备	25,084	26,125	28,666	29,856	29,697
其他长期资产	21,919	19,594	22,153	25,225	28,910
总长期资产	47,003	45,719	50,819	55,081	58,608
总资产	117,383	107,605	106,953	111,391	113,823
短期贷款	5,085	5,730	6,016	6,317	6,633
应付账款	29,766	34,387	41,095	49,324	53,190
其他短期负债	22,947	22,194	24,478	27,058	29,977
总流动负债	57,798	62,311	71,589	82,698	89,800
长期贷款	13,043	11,441	14,873	19,335	25,135
其他长期负债	16,946	20,346	22,373	24,765	27,587
总长期负债	29,989	31,787	37,246	44,100	52,723
总负债	87,787	94,098	108,835	126,798	142,523
储备及其他资本项目	29,407	13,409	(1,916)	(15,386)	(28,625)
股东权益	29,407	13,409	(1,916)	(15,386)	(28,625)
非控股权益	189	98	35	(21)	(75)
总权益	29,596	13,507	(1,882)	(15,407)	(28,700)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(20,720)	(22,402)	(15,388)	(13,525)	(13,293)
折旧及摊销	3,378	5,480	6,459	7,809	9,159
营运资本变动	13,085	3,189	4,617	8,198	4,519
其他经营活动现金流	2,875	0	0	0	0
经营活动现金流	(1,382)	(13,732)	(4,312)	2,482	385
资本开支	(14,341)	(6,521)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资活动	3,854	5,034	2,828	2,262	1,810
其他投资活动现金流	399	0	0	0	0
投资活动现金流	(10,885)	(1,487)	(6,172)	(6,738)	(7,190)
负债净变动	1,918	(2,296)	4,398	5,578	7,095
其他融资活动现金流	(25,744)	1,777	0	0	0
融资活动现金流	27,663	(4,073)	4,398	5,578	7,095
汇率收益/损失	70	0	0	0	0
年初现金	23,155	38,622	19,329	13,243	14,564
年末现金	32,935	19,329	13,243	14,564	14,854

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(12,260)	(10,859)	(7,459)	(6,556)	(6,443)
全面摊薄每股收益	(12,260)	(10,859)	(7,459)	(6,556)	(6,443)
每股账面值	17.296	6.526	(0.933)	(7.489)	(13.932)
利润率分析(%)					
毛利率	5.5	9.9	11.4	11.7	11.6
净利率	(37.5)	(33.9)	(18.1)	(14.5)	(13.9)
盈利能力(%)					
ROA	(19.5)	(19.8)	(14.3)	(12.3)	(11.8)
ROE	(83.7)	367.9	(164.4)	(59.0)	(36.6)
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
存货周转天数	46.8	38.1	38.1	38.1	38.1
应收账款周转天数	32.1	17.6	17.6	17.6	17.6
应付账款周转天数	190.9	197.6	200.0	220.0	230.0

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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。