

汽车	收盘价 港元 27.50	目标价 港元 48.96	潜在涨幅 +78.0%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 6 月 4 日

蔚来汽车 (9866 HK)

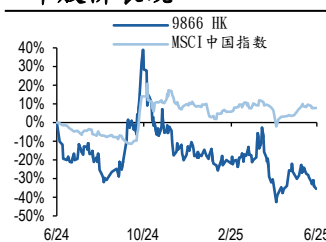
销量回升和降本推动或 2 季度边际改善，股价迎来短期反弹机会

- ① **1 季度汽车收入低于预期。**蔚来 2025 年 1 季度收入 120 亿元（人民币，下同），同环比+21.5%/-38.9%，其中汽车收入 99 亿元，低于市场预期。单车平均价格环比降 0.4 万元至 23.6 万元，略低于市场预期，主要由于 1 季度老款车型大幅加大折扣，同时较低价的 L60 车型占比提升所影响。1 季度毛利率 7.6%，环比-4.1 个百分点，其中汽车毛利率由 2024 年 4 季度的 13.1% 回落至 2025 年 1 季度的 10.2%，主要受单车价格下滑和销量环比下滑所拖累。费用方面，销管/研发费用依然维持高位，环比略降，但依然分别超过 30 亿元/40 亿元。如我们之前报告所提及，降本效果将会体现在 2 季度。1 季度净亏损 67.50 亿元，同比扩大 30.2%，经调整净亏损 62.79 亿元，同比扩大 28.1%，环比收窄 5.2%。
- ② **销量指引好于预期，6 月环比改善。**公司指引 2 季度交付 7.2 万-7.5 万辆。4 月/5 月，蔚来分别交付了 2.39 万辆/2.32 万辆，对应 6 月份有望交付 2.5-2.9 万辆。2 季度收入指引隐含卖车单价 23.9 万元，环比回升 0.3 万元，主要由于蔚来新款 5566 上市。
- ③ **销量回升和降本或与 2 季度迎来边际改善。**我们认为 2 季度的边际改善确定性高，销量/毛利率/亏损都会改善。公司管理层预期 4 季度，蔚来品牌将实现稳态月销量 2.5 万辆，同时乐道品牌销量也将达 2.5 万辆。毛利率目标：4 季度冲刺月销 5 万辆，毛利率为 17%-18%，研发费用占营收 6%-7%，销售费用占营收比例为 10%。新车计划：3 季度将交付乐道 L90，4 季度将交付乐道 L80、蔚来 ES8。在下半年市场具不确定性下，公司预期相对乐观，我们认为核心依然在降本力度，推动亏损进一步收窄的能力。
- ④ **维持买入，边际改善股价迎来短期反弹机会。**我们认为 1 季度业绩低于预期并不意外。未来市场焦点或在于边际改善（特别是销量回升）的可持续性，同时降本效果能否达到市场的预期。目前蔚来 2025 年市销率为 0.58 倍，下行空间有限，边际改善股价迎来短期反弹机会，维持**买入**评级。

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)	24.50
市值 (百万港元)	107,087.83
日均成交量 (百万)	5.50
年初至今变化 (%)	(20.98)
200天平均价 (港元)	33.26

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
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	ns	ns
每股账面净值 (人民币)	17.30	6.53	(0.93)	(7.49)	(13.93)
市账率 (倍)	1.46	3.86	(27.02)	(3.37)	(1.81)

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：蔚来汽车 (9866 HK) 目标价和评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：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
3931 HK	中创新航	买入	16.28	24.77	52.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	251.15	314.11	25.1%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	45.01	56.51	25.5%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	24.56	29.07	18.4%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.16	14.25	27.7%	2025 年 03 月 27 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	66.60	73.29	10.0%	2025 年 04 月 30 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.56	19.84	57.9%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.01	7.16	-10.6%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.05	26.45	31.9%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.50	20.50	32.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	400.60	503.25	25.6%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	27.50	48.96	78.0%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.74	22.50	26.8%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	76.90	134.69	75.1%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.40	17.36	40.0%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	116.40	103.67	-10.9%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.72	3.34	22.8%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 3 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
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)

资产负债表 (百万元人民币)					
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	142,522
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

现金流量表 (百万元人民币)					
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

财务比率					
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；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、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、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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。