

公司研究

1Q25 基本面承压，多维度寻求边际改善

——蔚来（NIO.N）2025 年一季度业绩点评

要点

1Q25 基本面环比承压：1Q25 蔚来总收入同比+21.5%/环比-38.9%至 120.4 亿元，毛利率同比+2.7pcts/环比-4.1pcts 至 7.6%，Non-GAAP 归母净亏损同比扩大 28.2%/环比收窄 4.2%至 62.8 亿元。

2Q25E 毛利率有望修复，多维度降本有望逐步体现：1) 1Q25 交付量同比+40.1%/环比-42.1%至 4.2 万辆，汽车业务收入同比+18.6%/环比-43.1%至 99.4 亿元（ASP 同比-15.3%/环比-1.8%至 23.6 万元），汽车业务毛利率同比+1.0pcts/环比-2.9pcts 至 10.2%。2) 1Q25 Non-gaap 研发费用率同比-2.6pcts/环比+7.5pcts 至 24.2%，Non-GAAP SG&A 费用率同比+5.4pcts/环比+10.9pcts 至 35.0%（主要由于乐道品牌渠道+充换电网络建设）。3) 1Q25 Non-GAAP 单车亏损环比扩大至 14.9 万元，自由现金流持续承压。截至 1Q25 末，在手现金合计 260 亿元。管理层指引，2Q25E 交付量约 7.2-7.5 万辆。我们判断，4-5 月公司毛利率或仍受老车型清库影响承压，预计 6 月起 2025 款 ET5/ET5T/ES6/EC6 车型开启交付有望带动 NIO 品牌毛利率修复，多维度降本也将逐步体现。

多维度寻求边际改善，世界模型正式开启推送或巩固智驾领先地位：管理层指引，“5566”改款爬坡+4Q25E ES8 改款上市交付有望带动 NIO 品牌 4Q25E 实现单月销量 2.5 万辆，L60 销量爬坡+2H25E L90/L80 上市交付有望带动乐道品牌 4Q25E 实现单月销量 2.5 万辆。我们判断，1) 蔚来已着手从多角度提振基本面，主要举措包括 NIO 品牌改款車型搭载自研芯片实现单车成本降低、加大建设乐道品牌渠道+充换电网络促进销量提升、多维度降本/调整投资聚焦提升运营等，后续聚焦公司新车爬坡交付能力、以及内部调整的实际兑现情况；2) 5/30 蔚来世界模型已正式开启推送，实现主动安全/高速领航/城区领航/智能泊车场景技术能力与用户体验全面升级，停车场自主寻路功能（即无图环境下通过自然语言交互寻路）为全球首个量产，我们长期看好蔚来智能化/换电优势兑现前景。

维持“增持”评级：鉴于公司降本增效有望逐步兑现，我们下调 2025E-2027E Non-GAAP 归母净亏损至 172 亿元/107 亿元/81 亿元 (vs. 之前预测分别约 178 亿/108 亿/87 亿元)。我们看好 2025E 蔚来三大品牌发力开启全新产品周期、以及智能化/换电优势兑现前景，维持“增持”评级。

风险提示：供应链波动；新车上市不及预期；毛利率爬坡不及预期；NOP+与 Baas/换电业务不及预期；融资/摊薄风险；市场风险/金融风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	55,618	65,732	84,639	120,234	157,623
营业总收入增长率	12.9%	18.2%	28.8%	42.1%	31.1%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-18,475	-20,382	-17,199	-10,704	-8,065
Non-GAAP EPS（元，摊薄）	-10.87	-9.92	-7.71	-4.80	-3.61
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	-72.3%	-341.6%	-270.4%	-128.2%	-102.3%
P/S	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
P/B	1.7	8.6	8.8	6.7	7.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-6-3（1 美元=7.2 人民币）

注：1) 2023-2024 加权平均 ADS 17.0/20.6 亿股，预计 2025E-2027E 约 22.3 亿股（每股 ADS 为 1 股 A-Class 普通股）。

增持（维持）

当前价：3.53 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.32
总市值(亿美元)	79
一年最低/最高(美元)	3.14/7.21
近 3 月换手率：	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.02	-27.64	-49.17
绝对	-11.31	-21.03	-33.90

资料来源：Wind（数据截至 2025/6/3）

相关研报

- 《充换电持续推进，聚焦乐道订单与交付爬坡——蔚来（NIO.N）2024 一季度业绩点评》.....2024-06-08
- 《2Q24 汽车毛利率改善，多品牌布局稳步推进——蔚来（NIO.N）2024 二季度业绩点评》.....2024-09-07
- 《2025E 三大品牌重新发力，全新产品周期有望开启——蔚来（NIO.N）2024 三季度业绩点评》.....2024-11-24
- 《短期基本面承压，静待优化举措生效+全新产品周期开启——蔚来（NIO.N）2024 年报业绩点评》.....2025-03-24

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	55,618	65,732	84,639	120,234	157,623
Non GAAP 销售成本	-52,482	-59,167	-73,914	-102,363	-135,747
Non GAAP 毛利润	3,136	6,565	10,725	17,871	21,876
Non GAAP 研发费用	-11,914	-11,741	-11,426	-11,362	-11,349
Non-GAAP 销售行政/管理费用	-12,117	-15,180	-18,688	-18,468	-19,671
Non GAAP 经营利润 (损失)	-20,286	-19,946	-18,589	-11,159	-8,344
财务成本-净额	1,806	55	1,500	500	300
投资收益	64	-503	50	50	50
其他收益	155	-98	150	150	150
Non GAAP 净利润 (净损失)	-18,521	-20,469	-17,079	-10,584	-7,945
少数股东损益	-124	92	-120	-120	-120
Non GAAP 归母净利润(净损失)	-18,475	-20,382	-17,199	-10,704	-8,065

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	117,383	107,605	120,195	142,581	164,996
流动资产	70,380	61,886	71,392	89,436	108,611
库存	5,278	7,087	7,633	8,399	7,364
贸易等应收账款	6,380	9,379	10,242	10,131	10,613
现金及其等价物	38,477	27,650	34,456	47,719	64,564
其他流动资产、以及短期投资	20,245	17,771	19,061	23,187	26,071
非流动资产	47,003	45,719	48,803	53,146	56,385
不动产、厂房及设备	24,847	25,893	27,992	31,834	34,574
租赁土地及土地使用权	207	202	211	211	211
无形资产	30	30	0	0	0
其他非流动资产等	21,919	19,594	20,600	21,100	21,600
总负债	87,787	94,098	106,233	126,331	149,013
无息负债	64,923	73,530	80,983	95,331	114,613
有息负债	22,864	20,568	25,250	31,000	34,400
夹层权益合计	3,860	7,442	7,500	7,800	8,000
股东权益	25,736	6,065	6,462	8,450	7,983
普通股	5	5	5	5	5
库存股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-91,341	-113,998	-133,493	-146,505	-156,972
资本公积及其他	116,882	119,960	139,850	154,850	164,850
归属本公司股权持有人权益	25,546	5,967	6,362	8,350	7,883
少数股东权益	189	98	100	100	100

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,382	-7,849	-9,394	28	3,630
净利润 (净损失)	-20,720	-22,402	-19,125	-12,672	-10,147
折旧及摊销	3,378	5,875	3,622	4,050	4,101
净营运资金增加	13,286	3,527	3,912	6,413	7,324
其他	2,674	5,150	2,196	2,237	2,353
投资活动产生现金流	-10,885	-4,958	-6,132	-7,270	-4,790
固定资产新增	-14,341	-9,142	-5,270	-4,270	-2,790
短期投资、以及其他	3,455	4,184	-862	-3,000	-2,000
融资活动现金流	27,663	1,772	22,335	20,505	18,005
股票/可转债等融资	8,208	111	10,005	10,005	10,005
借款增加	-1,469	-1,596	4,330	5,500	3,000
少数股东资金注入、以及其他	20,925	3,257	8,000	5,000	5,000
现金及等价物净增加额	15,396	-11,035	6,808	13,263	16,845

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测（注：2024 年现金流量表尚未披露）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP