

降本增效持续推进，看好 ES8 表现

华泰研究

2025 年 9 月 04 日 | 美国

中报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

7.56

公司 25H1 实现营收 310 亿元，同比+13.5%；归母净利润-120 亿元，亏损同比扩大 16%。Q2 实现营收 190 亿元，同环比+9%/+58%，其中汽车销售收入达 161 亿元，同环比+3%/+62%；归母净利润-51 亿元，亏损同比持平、环比收窄 25%。我们看好蔚来全新 ES8 9 月上市表现，以及 25H2 公司继续推进降本增效，维持“买入”评级。

Q2 整车毛利率 10.3%，内部费用管控成效逐步释放

25Q2 公司销量 7.2 万辆，同环比+26%/+71%。Q2 毛利率 10.0%，同环比+0.3/2.3pct，其中汽车毛利率 10.3%，同环比+0.1/-1.9pct。汽车毛利率改善尚不明显，主要系清库老款、产品结构变化等方面影响。得益于营销及支持职能部门组织优化，Q2 公司费用管控成效显著，25Q2 SG&A/研发费用率 21%/16%，同比-0.7/-2.6pct，环比-15.7/-10.6pct。展望 25H2，我们认为随着 L90、新 ES8 等车型放量的规模效应下毛利率有望提升，期间费用得到持续改善。公司预计 25Q3 交付 8.7~9.1 万辆，同比增长 41%~47%，将创单季度交付新纪录。

8 月销量创新高，L90 与新 ES8 下持续放量可预见性强

乐道 L90 在“大空间+换电”的高性价比打法下，8 月共交付 10575 台，带动公司月销突破 3.1 万台，同比增长 55%，创历史新高。我们看好 L90 后续销量表现，同时预计新 ES8 凭借“大空间+舒适性+充换电+多场景定义”，或延续 L90 极高性价比的爆款打法也将为公司带来较强增量。此外，在 L90 的热销辐射下，L60 的 8 月份订单达到了历史新高。我们认为 L90 与新 ES8 的爆款打法及其辐射作用下，公司或有望开启大三排纯电 SUV 全新时代，助力 Q4 的月销量突破 5 万辆，公司放量增利的可预见性大幅提高。

自研智驾世界模型上车，Q4 费用管控有望兑现

25 年公司技术自研效能持续释放。NWM 模型在自 5 月起逐渐在旗舰及主流车型上规模化部署，将大幅改善智驾体验；公司自研 5 纳米智驾芯片 NX9031（算力等效 4 颗英伟达 Orin X）量产上车且将全面应用于新车型，未来或搭载乐道。公司持续深化改善费效比：①非通用准则下，公司预计将 Q4 单季度研发控制于 20 亿元，未来稳定在 20-25 亿元；②SG&A 费用率计划持续下探，Q4 将控制在 10%；③通过自研、供应链管理等降低 BOM 成本。我们认为，公司加强智能化研发与坚决改善费效比为 Q4 业绩提升的目标提供较强信心和基础，有望进一步实现亏损收窄、打开利润空间。

盈利预测与估值

我们维持公司 25-27 年归母净利润预测为-145/-77/-19 亿元。采用可比公司估值法，可比公司 25 年平均 1.4x PS(前值 1.4x PS)。我们维持给予公司 14% 折价，对应 25 年 1.2x PS(前值 1.2x PS)，维持目标价 7.56 美元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车需求增长不及预期、智能化配置用户需求不及预期。

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

研究员

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王立献*

SAC No. S0570525020001

研究员

wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

张高栋*

SAC No. S0570124120007

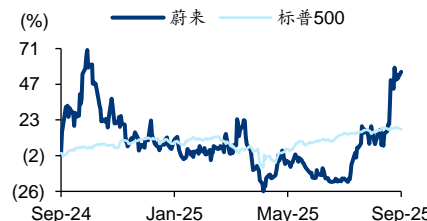
联系人

zhanggaodong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(美元)	7.56
收盘价(美元 截至 9 月 2 日)	6.58
市值(美元百万)	14,756
6 个月平均日成交额(美元百万)	255.73
52 周价格范围(美元)	3.02-7.71
BVPS(美元)	0.39

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	65,732	100,968	125,541	149,923
+/-%	18.18	53.61	24.34	19.42
归属母公司净利润(百万)	(20,273)	(14,464)	(7,714)	(1,939)
+/-%	(4.13)	(28.65)	(46.67)	(74.86)
EPS(最新摊薄)	(9.04)	(6.45)	(3.44)	(0.86)
ROE(%)	(128.66)	(241.64)	(128.56)	(32.28)
PE(倍)	(0.10)	(0.14)	(0.27)	(1.06)
PB(倍)	0.34	0.34	0.34	0.34
EV EBITDA(倍)	(5.95)	(7.65)	(12.94)	(24.76)
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

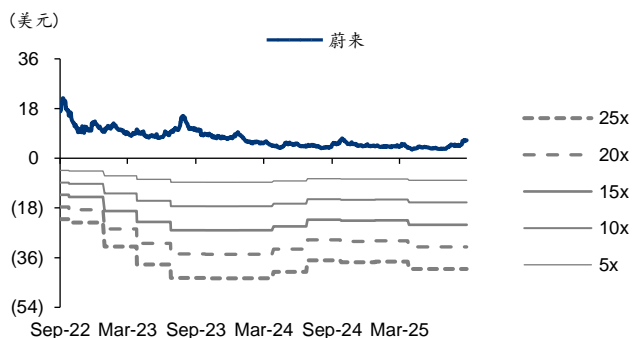
图表1: 可比公司估值表

公司	股票代码	市值	股价变化	企业价值	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
		(十亿美元)	YTD (%)	(十亿美元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
理想	LI US	25.8	26.84%	19.7	20.7	27.1	1.0	0.7	1.2	1.0
小鹏	XPEV US	19.3	141.94%	18.3	12.0	17.8	1.5	1.0	1.6	1.1
平均							1.2	0.9	1.4	1.0

注: 市值、股价、企业价值截至9月3日, 营收预测来自Wind一致预期, 汇率采用当前汇率美元/人民币=7.1788

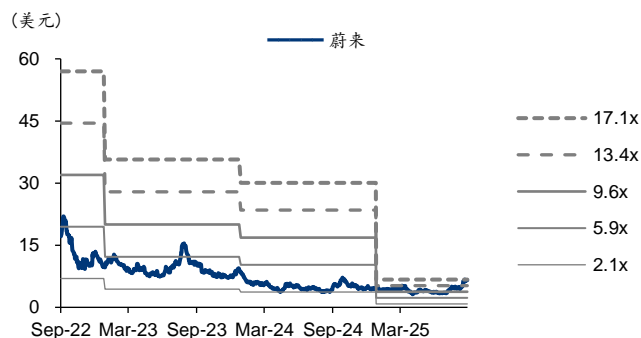
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表2: 蔚来 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 蔚来 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

1) 电动车需求增长不及预期

若电动车需求增长不及预期, 或影响公司高端纯电车型销量, 影响收入和盈利预期;

2) 智能化配置用户需求不及预期

若自研智驾技术和智驾方案能力不及预期, 可能影响智能化转型的投入产出比。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	55,618	65,732	100,968	125,541	149,923
销售成本	(52,566)	(59,239)	(87,314)	(102,283)	(118,171)
毛利润	3,052	6,493	13,654	23,257	31,752
销售及分销成本	(12,885)	(15,741)	(17,266)	(18,831)	(20,989)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(12,784)	(12,625)	(11,562)	(12,056)	(11,970)
财务成本净额	(689.11)	(713.56)	(957.82)	(1,002)	(946.87)
应占联营公司利润及亏损	63.39	62.00	61.00	60.00	0.00
税前利润	(21,835)	(22,525)	(16,071)	(8,571)	(2,154)
税费开支	260.84	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	427.21	2,253	1,607	857.11	215.44
归母净利润	(21,147)	(20,273)	(14,464)	(7,714)	(1,939)
折旧和摊销	(2,781)	(3,287)	(5,048)	(5,048)	(6,277)
EBITDA	(23,927)	(25,098)	(20,161)	(12,618)	(7,485)
EPS (人民币, 基本)	(9.43)	(9.04)	(6.45)	(3.44)	(0.86)

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,278	7,087	9,090	10,649	12,303
应收账款和票据	6,380	9,379	11,024	13,475	16,013
现金及现金等价物	32,935	19,329	17,574	22,148	7,697
其他流动资产	25,787	26,091	33,919	44,094	57,322
总流动资产	70,380	61,886	71,606	90,365	93,335
固定资产	24,847	25,893	26,915	29,399	29,119
无形资产	0.00	0.00	2.16	2.16	2.16
其他长期资产	22,156	19,826	28,512	27,072	27,572
总长期资产	47,003	45,719	55,429	56,473	56,693
总资产	117,383	107,605	127,035	146,839	150,028
应付账款	45,322	38,878	55,214	61,359	56,914
短期借款	6,829	5,065	6,065	7,065	7,065
其他负债	5,647	18,368	21,052	31,578	31,578
总流动负债	57,798	62,311	82,331	100,002	95,557
长期债务	23,113	17,403	21,934	20,317	18,699
其他长期债务	6,876	14,384	8,473	11,401	20,632
总长期负债	29,989	31,787	30,407	31,717	39,331
股本	25,546	5,967	5,967	5,967	5,967
储备/其他项目	0.00	0.00	37.25	29.70	50.23
股东权益	25,546	5,967	6,004	5,997	6,017
少数股东权益	4,050	7,540	8,293	9,123	9,123
总权益	29,596	13,507	14,298	15,120	15,140

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(0.10)	(0.10)	(0.14)	(0.27)	(1.06)
PB	0.08	0.34	0.34	0.34	0.34
EV EBITDA	(4.99)	(5.95)	(7.65)	(12.94)	(24.76)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(21.91)	(30.25)	(12.28)	(7.77)	(12.96)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(23,927)	(25,098)	(20,161)	(12,618)	(7,485)
融资成本	689.11	713.56	957.82	1,002	946.87
营运资本变动	7,917	(3,371)	5,630	2,328	(12,299)
税费	260.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,687	3,799	3,038	8,444	(2,568)
经营活动现金流	(12,374)	(23,957)	(10,536)	(844.63)	(21,404)
CAPEX	(13,012)	(10,145)	(8,577)	(8,032)	(6,497)
其他投资活动	2,083	6,249	7,499	7,499	7,499
投资活动现金流	(10,929)	(3,896)	(1,079)	(533.80)	1,002
债务增加量	5,952	5,952	5,952	5,952	5,952
权益增加量	1,678	(19,579)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	3,427	5,460	38,509	(1,002)	(946.87)
融资活动现金流	11,746	(7,454)	45,419	5,952	5,952
现金变动	(11,557)	(35,307)	33,804	4,574	(14,451)
年初现金	30,634	19,077	(16,230)	17,574	22,148
汇率波动影响	(682.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	19,077	(16,230)	17,574	22,148	7,697

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	12.89	18.18	53.61	24.34	19.42
毛利润	(40.67)	112.76	110.29	70.34	36.52
营业利润	44.60	(3.28)	(30.63)	(49.72)	(84.17)
净利润	52.11	(4.13)	(28.65)	(46.67)	(74.86)
EPS	10.21	(4.13)	(28.65)	(46.67)	(74.86)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	5.49	9.88	13.52	18.53	21.18
EBITDA	(43.02)	(38.18)	(19.97)	(10.05)	(4.99)
净利率	(38.02)	(30.84)	(14.33)	(6.14)	(1.29)
ROE	(79.84)	(128.66)	(241.64)	(128.56)	(32.28)
ROA	(19.80)	(18.02)	(12.33)	(5.63)	(1.31)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(11.72)	52.61	173.63	87.28	300.26
流动比率	1.22	0.99	0.87	0.90	0.98
速动比率	1.13	0.88	0.76	0.80	0.85

营运能力 (天)

会计年度 (天)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产周转率 (次)	0.52	0.58	0.86	0.92	1.01
应收账款周转天数	44.48	43.15	36.37	35.13	35.40
应付账款周转天数	288.32	255.85	193.97	205.15	180.16
存货周转天数	46.12	37.57	33.35	34.74	34.96
现金转换周期	(197.72)	(175.12)	(124.25)	(135.28)	(109.79)

每股指标 (人民币)

会计年度 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	(9.43)	(9.04)	(6.45)	(3.44)	(0.86)
每股净资产	11.39	2.66	2.68	2.67	2.68

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、王立献本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司