

蔚来汽车 (NIO US, 持有, 目标价: US\$6.90)

买入

持有

卖出

目标价: US\$6.90 当前股价: US\$6.58

股价上行/下行空间 +5%

52 周最高/最低价 (US\$) 7.71/3.02

市值 (US\$mn) 13,778

当前发行数量(百万股) 2,094

三个月平均日交易额 (US\$mn) 248

流通盘占比 (%) 91

主要股东 (%)

CYVN Investments RSC 20

Originalwish Limited 4

Nio Users limited 2

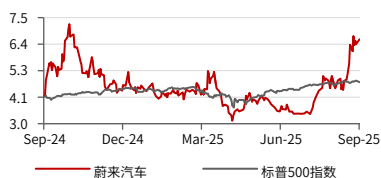
按 2025 年 9 月 2 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (US\$)	6.90	4.00	73%
2025E EPS (RMB)	(9.46)	(9.82)	4%
2026E EPS (RMB)	(8.33)	(9.33)	11%
2027E EPS (RMB)	(8.23)	(8.25)	0%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	92,706 (-15%)	124,001 (-16%)
EPS (RMB)	(7.20) (-31%)	(3.94) (-111%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

乐道带动销量快速提升, 2Q 亏损小幅收窄

- 二季度 GAAP/Non-GAAP 归母净亏损环比收窄 25.4%/34.3%。
- L90 市场反馈良好, 预计将推动蔚来下半年销量进一步增长。
- 维持“持有”评级, 上调目标价至 6.90 美元。

降本增效成果显现, 亏损收窄: 根据蔚来汽车 2Q25 业绩报告, 当季收入为 190.1 亿元, 同比/环比增长 9.0%/57.9%, 其中汽车销售收入 161.4 亿元, 同比/环比增长 2.9%/62.3%, 主要受益于车辆交付增长。我们测算当季汽车销售均价为 22.4 万元, 环比下降 5.2%, 主要由于产品结构变化 (低价 L60 和萤火虫车型占比上升) 所致。车辆销售毛利率为 10.3%, 同比下降 1.9ppts 而环比持平。费用端: 研发费用为 30.1 亿元, 同比/环比下降 6.6%/5.5%, 得益于新产品及技术在不同阶段带来的设计费用下降以及折旧摊销费用下降所致; 销售管理费用为 39.6 亿元, 同比增长 5.5%, 环比下降 9.9%; 整体经营费用率为 36.7%, 环比大幅下降 26.3ppts, 表明蔚来的降本增效措施开始取得成效。GAAP/non-GAAP 归母净亏损为 51.4 亿元/41.2 亿元, 环比收窄 25.4%/34.3%。截止 2025 年 6 月 30 日, 蔚来持有现金及等价物共 272 亿元。

乐道品牌推动销量快速增长: 乐道 L90 发布后凭借大尺寸空间、全景智驾功能和极具竞争力的定价获得了市场的良好反馈, 截止 8 月 29 日已经实现交付过万。管理层在业绩会上介绍, L90 月产能将在 10 月达到 15,000 辆, 同时乐道品牌总月产能 (L60+L90) 将在 4Q25 提升至 2.5 万辆, 体现出公司对这两款车型的乐观预期。根据懂车帝月度销量数据, 7 月乐道 L60+萤火虫品牌合计销量占蔚来整体比例接近 40%, 而随着 L90 在 8 月开启交付, 我们预计未来 2-3 个季度内 L60 和 L90 将成为蔚来的主力销量车型。

维持“持有”评级, 调整目标价至 6.90 美元: 蔚来在财报中指引 3Q25 交付量在 87,000 辆至 91,000 辆 (同比增长 40.7%~47.1%), 对应收入为 218.1 亿元至 228.8 亿元 (同比增长 16.8%~22.5%)。同时, 管理层指出 4Q25 实现 Non-GAAP 盈利的部分财务指标包括: 1) 月均销量达到 5 万辆; 2) 整体毛利率在 16-17%, 3) non-GAAP 研发费用降至 20 亿元, 和 4) non-GAAP 销管费率降至 10%。估值: 我们认为市场对蔚来销量上涨的乐观预期已经体现于自 8 月以来的股价上涨, 同时考虑到 1) 4Q25 财务目标是否能实现仍有待观察和 2) 股东权益亏损持续扩大, 我们维持对蔚来的“持有”评级不变, 但上调目标价至 6.90 美元 (对应 1.0 倍 2026 年 P/S)。

风险提示: 下行风险--新能源车需求不及预期; 产能受到制约; 软件研发落后于竞争对手。上行风险--财务状况改善优于预期; 新产品的积极催化; 出台新的新能源汽车支持政策。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	55,618	65,732	78,959	103,565	119,438
息税前利润 (RMBmn)	(23,264)	(22,286)	(18,005)	(15,332)	(14,865)
归母净利润 (RMBmn)	(18,475)	(20,382)	(15,894)	(13,998)	(13,829)
每股收益 (RMB)	(10.87)	(9.91)	(9.46)	(8.33)	(8.23)
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 1: 蔚来汽车主要季度财务数据

(人民币 百万元)	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A
营业收入	17,446	18,674	19,703	12,035	19,009
同比	98.9%	40.7%	15.2%	21.5%	9.0%
环比	76.1%	7.0%	5.5%	-38.9%	57.9%
毛利润	1,689	2,007	2,309	920	1,898
同比	1841.1%	773.2%	80.5%	88.5%	12.4%
环比	246.2%	18.8%	15.0%	-60.2%	106.4%
毛利率	9.70%	10.80%	11.7%	7.6%	10.0%
研发费用	3,219	3,319	3,636	3,181	3,007
同比	-3.8%	-5.3%	8.5%	11.1%	-6.6%
环比	12.4%	3.1%	9.5%	-12.5%	-5.5%
销售及管理费用	3,757	4,109	4,878	4,401	3,965
同比	31.5%	27.4%	27.4%	46.8%	5.5%
环比	25.4%	9.4%	18.7%	-9.8%	-74.8%
归母净利润	-5,126	-5,142	-7,132	-6,891	-5,141
同比	-16.3%	-52.9%	27.5%	-31.1%	-0.3%
环比	2.5%	0.3%	38.7%	3.4%	25.4%
Non-GAAP 归母净利润	-4,533	-4,430	-6,549	-6,276	-4,125
同比	-16.6%	-1.6%	32.4%	-28.2%	9.0%
环比	7.4%	-2.9%	-30.6%	4.2%	34.3%

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于蔚来 2Q25 业绩和管理层对 3Q25 的指引，我们上调 2025/26 年蔚来的销量预测 10.5%/10.8%，以反映乐道车型的销量增长。管理层在业绩会中指出，4Q25 实现 non-GAAP 盈利的部分财务指标包括：1) 月均销量达到 5 万辆；2) 整体毛利率在 16-17%，3) non-GAAP 研发费用降至 20 亿元，和 4) non-GAAP 销管费率下降至 10%。相比之下，2Q25 月均销量为 2.4 万辆，综合毛利率为 10.0%，non-GAAP 研发费用为 24.9 亿元，non-GAAP 销管费率为 19.4%。虽然近期销量明显回升，但我们认为蔚来要在 4Q25 实现上述财务目标的挑战依然较大，尤其是对于毛利率提升和销管费率的管控方面。

图表 2: 核心盈利预测变化

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,959	103,565	119,438	75,454	90,670	117,416	4.6%	14.2%	1.7%
毛利润	9,334	13,101	15,767	8,737	11,416	15,738	6.8%	14.8%	0.2%
毛利率 (%)	11.8%	12.6%	13.2%	11.6%	12.6%	13.4%	-0.3ppts	0.2ppts	-0.1ppts
研发费用	12,385	12,881	13,525	12,385	12,881	13,525	0.0%	0.0%	0.0%
销售及管理费用	14,954	15,552	17,107	14,954	15,552	17,107	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润	-17,894	-16,198	-16,029	-18,491	-17,883	-16,059	3.2%	9.4%	0.2%
每 ADR 收益 (元)	-10.65	-9.64	-9.54	-11.01	-10.64	-9.56	3.2%	9.4%	0.2%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-15,894	-13,998	-13,829	-16,491	-15,683	-13,859	3.6%	10.7%	0.2%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (元)	-9.46	-8.33	-8.23	-9.82	-9.33	-8.25	3.6%	10.7%	0.2%
预计交付量 (辆)	315,814	461,500	486,900	285,861	416,500	486,900	10.5%	10.8%	0.0%

资料来源: 华兴证券预测

估值

我们仍然采用 P/S 估值法对蔚来汽车进行估值，并将估值基准年份调整至 2026 年。我们采取 1.0 倍 2026 年 P/S 对蔚来估值（上市以来平均-1 个标准差），主要考虑到：1) 4Q25 财务目标是否能实现仍有待观察，和 2) 股东权益亏损持续扩大。我们调整目标价至 6.90 美元（原为 4.00 美元），维持“持有”评级。

图表 3: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价	当前市值 (亿美元)	营业收入 (当地货币, 百万)			P/S(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小鹏汽车	XPEV US	20.25	193	79,623	106,425	120,836	1.8	1.3	1.2
理想汽车	LI US	24.10	254	115,522	140,984	167,815	1.6	1.3	1.1
特斯拉	TSLA US	334.09	10,776	93,756	106,112	120,182	11.3	10.0	8.8
平均值			3,741	288,501	335,369	382,651	4.9	4.2	3.7
蔚来汽车	NIO US	6.32	147	78,328	102,857	118,641	1.3	1.0	0.9

注：1) 收盘价截至 2025 年 9 月 3 日，2) 所有预测均来自华兴证券，3) 采用 2025 年二季度人民币兑美元汇率均值 7.2，4) 营业收入中特斯拉货币为美元，其余为人民币。

资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

下行风险：

- **新能源车需求不及预期：**受全球经济复苏疲软影响，经济不确定性加剧，全球汽车销量增长可能受阻。同时，随着传统车企纷纷入局、二线新势力车企逐步发力，国内新能源汽车行业竞争加剧，叠加国家政策变动风险，可能导致蔚来的新能源汽车销量不及预期，对营收产生不利影响。
- **产能受到制约：**公司子品牌乐道和萤火虫的新车均已于 4 月亮相并预计于 3Q25 开始交付，其产能爬坡可能不及预期，并因此对营收产生不利影响。
- **软件研发滞后于竞争对手：**软件研发为新势力车企全新的盈利来源，蔚来 NAD 全选包已通过服务订阅制获得收入。公司将持续投入研发以维持其自动驾驶软件在行业内的竞争力。但受研发工作不确定的影响，若相关进程无法按预期产生相应收益，或公司未能跟上行业科技发展，则会使得竞争力下降，对营收造成不利。

上行风险：

- **财务状况改善优于预期：**公司通过技术改进持续推进降本，因此毛利率改善情况可能超过预期。此外，公司也有可能接下来的季度大幅削减期间费用，以防止亏损扩大。
- **新车型积极催化：**公司子品牌乐道和萤火虫即将发布新车而主品牌蔚来的部分老款车型也将在今年进行换代，这可能对 2025 年销售业绩带来积极影响，利好营收增长。
- **出台新能源汽车支持新政策：**中国政府仍有可能出台新的新能源汽车扶持政策，包括地方补贴、车牌优惠政策、免税优惠等，从而进一步刺激蔚来汽车的销量及营收增长。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	58,234	9,939	16,136	23,879
服务收入	7,497	2,095	2,873	4,968
营业收入	65,732	78,959	103,565	119,438
营业成本	(59,239)	(69,624)	(90,464)	(103,670)
毛利润	6,493	9,334	13,101	15,767
管理及销售费用	(28,778)	(27,339)	(28,433)	(30,632)
其中: 研发支出	(13,037)	(12,385)	(12,881)	(13,525)
息税前利润	(22,286)	(18,005)	(15,332)	(14,865)
息税折旧及摊销前利润	(18,908)	(12,130)	(10,888)	(9,618)
利息收入	854	862	500	505
利息支出	(798)	(349)	(349)	(348)
税前利润	(22,425)	(17,674)	(15,898)	(15,729)
所得税	23	(120)	(200)	(200)
净利润	(22,658)	(17,894)	(16,198)	(16,029)
调整后净利润	(20,382)	(15,894)	(13,998)	(13,829)
基本每股收益 (RMB)	(11.02)	(10.65)	(9.64)	(9.54)
稀释每股调整收益 (RMB)	(9.91)	(9.46)	(8.33)	(8.23)

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61,886	56,412	59,546	65,224
货币资金	19,329	9,691	11,134	18,163
应收账款	9,379	12,241	11,385	10,652
存货	7,087	9,538	13,632	14,313
其他流动资产	26,091	24,943	23,395	22,096
非流动资产	45,719	49,057	50,301	51,683
固定资产	25,893	27,839	29,231	30,693
无形资产	232	232	232	232
商誉	0	0	0	0
其他	19,594	20,986	20,839	20,759
资产	107,605	105,469	109,847	116,908
流动负债	62,311	66,338	75,178	79,249
短期借款	3,398	3,058	2,752	2,477
预收账款	0	0	1	1
应付账款	34,387	36,107	45,830	50,414
长期借款	11,441	11,670	11,903	12,141
非流动负债	20,346	20,841	21,172	21,511
负债	94,098	98,848	108,254	112,902
股份	4	4	4	5
资本公积	118,688	77,247	69,523	62,570
未分配利润	(113,068)	(77,664)	(74,900)	(65,442)
归属于母公司所有者权益	5,967	(1,142)	(6,248)	(3,916)
少数股东权益	7,540	7,762	7,842	7,922
负债及所有者权益	107,605	105,469	109,847	116,908

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(22,658)	(17,894)	(16,198)	(16,029)
折旧摊销	3,378	5,875	4,444	5,247
利息 (收入) / 支出	55	513	151	157
其他非现金科目	5,065	5,000	5,000	5,000
其他	(55)	(4,461)	(5,916)	(3,820)
营运资本变动	3,612	(3,996)	(7,844)	1,705
经营活动产生的现金流量	(7,849)	(16,294)	(19,459)	(7,378)
资本支出	(9,535)	(3,948)	(5,178)	(5,437)
收购及投资	(46,152)	(25,262)	(20,210)	(16,168)
处置固定资产及投资	50,645	23,325	21,019	18,943
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(4,958)	(5,885)	(4,369)	(2,662)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(1,596)	3,763	6,763	6,763
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	1,772	5,763	11,763	11,763
现金及现金等价物净增加额	(10,874)	(16,255)	(11,905)	1,883
自由现金流	(17,384)	(20,242)	(24,637)	(12,815)

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量	220,976	315,814	461,500	486,900

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	18.2	20.1	31.2	15.3
毛利润	112.8	43.8	40.4	20.4
息税折旧及摊销前利润	7.4	35.8	10.2	11.7
净利润	(7.1)	21.0	9.5	1.0
调整后净利润	(10.3)	22.0	11.9	1.2
稀释每股调整收益	11.4	3.4	9.5	1.0
调整后稀释每股调整收益	8.8	4.6	11.9	1.2
盈利率 (%)				
毛利率	9.9	11.8	12.6	13.2
息税折旧及摊销前利润率	(28.8)	(15.4)	(10.5)	(8.1)
息税前利润率	(33.9)	(22.8)	(14.8)	(12.4)
净利率	(34.5)	(22.7)	(15.6)	(13.4)
调整后净利率	(31.0)	(20.1)	(13.5)	(11.6)
净资产收益率	(379.7)	1,567.2	259.2	409.3
总资产收益率	(21.1)	(17.0)	(14.7)	(13.7)
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.6
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A
市净率	12.4	N/A	N/A	N/A
市销率	1.5	1.2	1.0	0.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。