

蔚来-SW (09866.HK)

新车强劲，预计 Q4 扭亏为盈

Q2 产品换代拉动销量，Q3 指引强劲。公司 25Q2 交付了 72056 台车，同比/环比增长 25.6%/71.2%，带动收入同比/环比增长 9%/58% 到 190 亿元人民币。其中，车辆销售/服务及其他收入分别为 161.4/28.7 亿，同比增长 3%/63%。毛利率同比/环比提升 0.3pct/2.3pct 至 10%。其中汽车毛利率环比小幅提升 0.1pct 至 10.3%，一方面受到规模经济的正向影响，另一方面受到 5 系和 6 系车型换代影响；服务及其他业务毛利率环比提升 12.7pct 至 8%，主要是由于二手车及技术研发服务的收入增加的正向影响。通过有效的组织优化、降本增效措施，公司营业费用绝对值明显节省。Q2 归母净利润亏损 50 亿人民币，non-GAAP 归母净利润亏损 41 亿，non-GAAP 归母净利润亏损率为 22%。

展望 Q3，7-8 月公司已实现 52322 辆汽车交付，指引 Q3 交付量 8.7-9.1 万辆，同比增长 40.7%-47.1%，收入 218-229 亿元，同比增长 16.8%-22.5%。公司预计 Q4 实现月均超 5 万销量，整车毛利率达到 16%-17%，non-GAAP 归母净利润扭亏为盈。

乐道 L90、蔚来 ES8 新车优秀，产能快速爬坡，明年预计推出 3 款新车。乐道 L90 于 7 月 31 日上市，产品力优秀，首个完整交付月便实现 10575 辆。公司预计 10 月 L90 产能或可达到 1.5 万辆。蔚来 ES8 于 8 月 21 日开启预售，产品尺寸进一步变大，长宽高 5280mmx2010mmx1800mm，轴距 3130mm。行政豪华版六座/七座/行政签名版预售价 41.68/41.68/45.68 万元起；采用 BaaS 电池租用方式购买，预售价 30.88/30.88/34.88 万元起，价格有诚意，预计于 9 月 20 日正式上市。公司目标 ES8 产能在 10 月达到 1 万辆、12 月将达到 1.5 万辆。各个品牌来看，公司预计 10 月起乐道月产能恢复到 2.5 万台、蔚来品牌月产能 2.5 万台、萤火虫月产能 6000 台，合计 5.6 万台，从而满足公司 Q4 月均 5 万以上销量目标。展望明年，公司预计推出大五座 SUV 乐道 L80、豪华旗舰车蔚来 ES9、大五座的蔚来 ES7 等车型，进一步助力销量增长。

采取一系列措施持续降本增效，以实现四季度 non-GAAP 扭亏。今年以来，蔚来采取新的经营机制 CBU，核心就是各部门自立损益表，严控成本、精确计算投入产出，将各部门团队从过去铺张的惯性拉出来，从“烧钱扩张”转向“效率优先”，一切资源用在刀刃上。同时，公司还通过采购降本、提升平台化水平、业务及人员精简，实现了全面的成本和费用节省。公司指引 Q3、Q4 non-GAAP 研发支出每季度控制在 20 亿元人民币、Q4 non-GAAP SG&A 费用率降至 10% 以内，2026 年 non-GAAP 研发费用为每季度 20-25 亿元人民币。

投资建议：根据公司近期经营情况、新车表现及 2026 年新车规划，我们适当调整了销量和盈利预测，预计 2025-2027 年销量约 35/53/66 万辆，总收入达 930/1367/1705 亿元。得益于规模经济，公司未来几年亏损率有望逐步收窄并逐步扭亏为盈，预计 non-GAAP 归母净利润为 -133/-9/62 亿元，non-GAAP 归母净利润率约 -14%/-1%/4%。我们给予其目标市值约 170 亿美元（1344 亿港元），对应约 0.9X 2026e P/S，目标价港股（9866.HK）60.2 港元、美股（NIO.N）7.6 美元，维持“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、新品牌推进不及预期风险、盈利性改善不及预期的风险、现金消耗较快风险、上游零部件供应波动风险、产能爬坡不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	55,618	65,732	93,029	136,715	170,493
增长率 YoY (%)	12.9	18.2	41.5	47.0	24.7
归母净利润（百万元）	-21,317	-22,658	-15,446	-2,644	4,571
归母净利润率 (%)	-38%	-34%	-17%	-2%	3%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-18,645	-20,305	-13,267	-933	6,162
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-34%	-31%	-14%	-1%	4%
P/S (倍)	1.7	1.5	1.0	0.7	0.6
P/B (倍)	3.5	15.1	81.3	6.4	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
09 月 05 日收盘价（港元）	47.84
总市值（百万港元）	108,338.52
总股本（百万股）	2,264.60
其中自由流通股 (%)	99.48
30 日日均成交量（百万股）	10.86

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《蔚来-SW (09866.HK)：产品矩阵快速完善，2025 年销量指引强劲》 2024-11-25
- 《蔚来-SW (09866.HK)：乐道即将上市，产品矩阵逐步完善》 2024-09-09
- 《蔚来-SW (09866.HK)：订单强劲，不断补齐产品矩阵》 2024-06-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	70380	61886	67421	109586	140690
现金及现金等价物	32935	19329	18373	56512	83647
短期投资净额	16810	14138	14138	14138	14138
应收账款	4658	1676	8660	6530	12414
存货	5278	7087	6594	12750	10836
其他流动资产	10700	19656	19656	19656	19656
非流动资产	47003	45719	42352	39389	37167
固定资产	24847	25893	22526	19563	17341
资产使用权	11404	12797	12797	12797	12797
无形资产	30	30	30	30	30
长期投资	5487	3126	3126	3126	3126
其他非流动资产	5235	3873	3873	3873	3873
资产总计	117383	107605	109773	148974	177856
流动负债	57798	62311	66344	89604	95329
短期借款	5085	5730	5730	5730	5730
应付账款	29766	34387	38580	48468	57667
应付负债	15556	16041	15882	29254	25779
其他流动负债	7390	6153	6153	6153	6153
非流动负债	29989	31787	34787	37787	40787
长期借款	13043	11441	14441	17441	20441
其他非流动负债	16946	20346	20346	20346	20346
负债合计	87787	94098	101131	127391	136116
资本公积	117717	118688	128688	143688	158688
未分配利润	-90758	-113068	-127924	-129975	-124811
累计其他综合损益	433	583	583	583	583
归属母公司股东权益	25546	5967	1111	14060	34224
少数股东权益	189	98	88	81	74
可赎回非控股股东权益	3860	7442	7442	7442	7442
可赎回及权益总额	29596				
负债和权益总额	117383				

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1382	-7849	-10406	23189	12185
净利润	-20720	-22402	-14865	-2058	5157
固定资产折旧	3378	5875	6917	6013	5272
无形资产摊销	2369	1929	0	0	0
营运资金变动	13085	3612	-2458	19234	1756
其他经营现金流	506	3137	0	0	0
投资活动现金流	-10885	-4958	-3550	-3050	-3050
资本开支	-14341	-9142	-3550	-3050	-3050
其他投资现金流	3455	4184	0	0	0
筹资活动现金流	27663	1772	13000	18000	18000
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	27663	1772	13000	18000	18000
现金净增加额	15466	-10874	-956	38139	27135

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	55618	65732	93029	136715	170493
营业成本	52566	59239	82088	116063	141513
毛利润	3052	6493	10942	20652	28980
研发费用	13431	13037	10907	9005	9131
销售及管理费用	12885	15741	14959	13700	14662
其他经营性损益	609	412	741	662	662
营业利润 (亏损)	-22655	-21874	-14183	-1391	5849
财务收入	2210	854	678	662	678
财务支出	404	798	869	940	869
联营公司亏损	-64	503	630	499	499
其他非经营性收益	2026	-546	-620	-777	-690
利润总额	-20629	-22425	-14817	-2058	5159
所得税	261	-23	48	0	2
净利润	-20890	-22402	-14865	-2058	5157
可赎回少数股东权益的增益	-303	-348	-590	-593	-593
少数股东损益	124	-92	-9	-7	-7
归属普通股股东净利润	-21317	-22658	-15446	-2644	4571
调整后归属普通股股东净利	-18645	-20305	-13267	-933	6162

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	12.9	18.2	41.5	47.0	24.7
营业利润 (%)	44.8	-3.4	-35.2	-90.2	-520.4
归属于母公司净利润 (%)	55.6	8.9	-34.7	-93.0	-760.4
获利能力					
毛利率 (%)	5.5	9.9	11.8	15.1	17.0
净利率 (%)	-33.5	-30.9	-14.3	-0.7	3.6
ROE (%)	-73.0	-340.3	-1194.1	-6.6	18.0
ROIC (%)	-105.8	-199.6	-209.5	120.6	8.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.8	87.4	92.1	85.5	76.5
净负债比率 (%)	-109.0	-227.9	-1138.0	-361.2	-227.7
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.2	1.5
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	1.1	1.0
应收账款周转率	11.4	20.8	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	1.9	1.8	2.3	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-9.0	-9.7	-6.3	-0.4	2.9
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.9	-3.8	-5.0	11.1	5.8
每股净资产 (最新摊薄)	12.3	2.8	0.5	6.7	16.3
估值比率					
P/S	1.7	1.5	1.0	0.7	0.6
P/B	3.5	15.1	81.3	6.4	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

图表 1: 蔚来核心预测: 年度

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总销量 (台)	91429	122486	160038	221970	354548	527450	657167
ES8	20050	14380	14138	9238	26601	64000	63000
ES6	41474	42012	56539	75083	55832	51924	49328
EC6	29905	17076	11324	27326	24691	22963	21814
ET7	-	23046	5643	7244	6092	6332	6016
ET5	-	11814	40848	26610	22666	21079	20025
ES7	-	14158	6524	1874	676	33000	92000
EC7	-	-	3661	2865	3345	4300	4800
ET5T	-	-	21361	50969	53577	49826	47335
ET9	-	-	-	-	2480	1158	1100
乐道 L60	-	-	-	20761	73782	62367	59249
乐道 L90	-	-	-	-	60000	93000	100000
萤火虫	-	-	-	-	24806	65000	76000
其他新车	-	-	-	-	-	52500	116500
总收入 (百万元)	36,136	49,269	55,618	65,732	93,029	136,715	170,493
车辆销售	33170	45507	49257	58234	81622	123106	154659
服务及其他	2967	3762	6361	7497	11408	13608	15834
毛利 (百万元)	6,821	5,144	3,052	6,493	10,942	20,652	28,980
车辆销售	6653	6235	4670	7139	10737	20326	28294
服务及其他	168	-1091	-1618	-647	205	326	686
毛利率	19%	10%	5%	10%	12%	15%	17%
车辆销售	20%	14%	9%	12%	13%	17%	18%
服务及其他	6%	-29%	-25%	-9%	2%	2%	4%
销售及管理费用率	-19%	-21%	-23%	-24%	-16%	-10%	-9%
研发费用率	-13%	-22%	-24%	-20%	-12%	-7%	-5%
净利润 (百万元)	-4,017	-14,437	-20,890	-22,402	-14,865	-2,058	5,157
净利润率	-29%	-30%	-38%	-34%	-17%	-2%	3%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-2,976	-11,984	-18,645	-20,305	-13,267	-933	6,162
Non-GAAP 净利润率	-8%	-24%	-34%	-31%	-14%	-1%	4%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 蔚来核心预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3E	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
总销量 (台)	42094	72056	89998	150400	74038	128075	142312	183025
ES8	1439	1662	2000	21500	10000	18000	18000	18000
ES6	9150	16682	13000	17000	8510	15514	12090	15810
EC6	4326	6365	6000	8000	4023	5919	5580	7440
ET7	847	896	2149	2200	788	1500	1999	2046
ET5	3269	5197	6200	8000	3040.17	4833.21	5766	7440
ES7	335	341	-	-	-	-	8000	25000
EC7	405	340	1,200	1,400	700	1,200	1,200	1,200
ET5T	7453	13975	15149	17000	6931	12997	14088	15810
ET9	89	1791	300	300	300	300	279	279
乐道 L60	14781	17001	17000	25000	13746	15811	15810	17000
乐道 L90	-	-	20000	40000	18000	25000	25000	25000
萤火虫	-	7806	7000	10000	8000	19000	19000	19000
其他新车	-	-	-	-	-	8,000	15,500	29,000
总收入 (百万元)	12,035	19,009	22,386	39,600	19,261	32,334	36,719	48,401
车辆销售	9939	16136	19753	35794	17094	29131	33148	43733
服务及其他	2095	2873	2634	3806	2167	3202	3571	4668
毛利 (百万元)	920	1,898	2,477	5,648	2,678	4,732	5,585	7,657
车辆销售	1014	1663	2450	5610	2646	4668	5496	7517
服务及其他	-94	235	26	38	33	64	89	140
毛利率	8%	10%	11%	14%	14%	15%	15%	16%
车辆销售	10%	10%	12%	16%	15%	16%	17%	17%
服务及其他	-4%	8%	1%	1%	1%	2%	3%	3%
销售及管理费用率	-37%	-21%	-13%	-9%	-15%	-10%	-9%	-9%
研发费用率	-26%	-16%	-11%	-6%	-11%	-7%	-6%	-5%
净利润 (百万元)	-6,750	-4,995	-2,822	-298	-2,337	-772	-40	1,067
净利润率	-57%	-27%	-13%	-1%	-13%	-3%	-1%	2%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-6,276	-4,125	-2,494	69	-2,029	-434	306	1,471
Non-GAAP 净利润率	-52%	-22%	-11%	0%	-11%	-1%	1%	3%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com