

蔚来汽车 (NIO US, 持有, 目标价: US\$6.20)

买入

持有

卖出

目标价: US\$6.20 **当前股价: US\$5.50**

股价上行/下行空间 +13%

52 周最高/最低价 (US\$) 8.02/3.02

市值 (US\$mn) 11,516

当前发行数量(百万股) 2,094

三个月平均日交易额 (US\$mn) 446

流通盘占比 (%) 91

主要股东 (%)

CYVN Investments RSC 20

Originalwish Limited 4

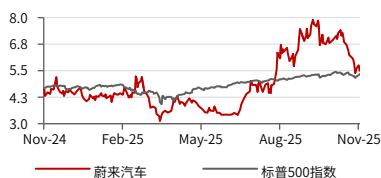
Nio Users limited 2

按 2025 年 11 月 25 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\$)	6.20	6.90	-10%
2025E EPS (RMB)	(8.66)	(9.46)	8%
2026E EPS (RMB)	(6.86)	(8.33)	18%
2027E EPS (RMB)	(6.80)	(8.23)	17%

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 (-7%)	124,001 (-17%)
EPS (RMB)	(7.20) (-20%)	(3.94) (-74%)

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。

4Q25 销量指引下调, 预计盈利转正仍有难度

- 4Q25 销量指引下调至 12.0~12.5 万辆。
- 我们认为 4Q25 实现 Non-GAAP 盈利仍有较大难度。
- 维持“持有”评级, 下调目标价至 6.20 美元。

4Q25 交付量指引下调: 根据蔚来汽车 3Q25 季报, 当季收入为 217.9 亿元 (同比/环比 +16.7%/+14.7%), 略低于公司指引区间下限 (218.1 亿元)。综合毛利率环比提升 3.9 个百分点至 13.9%, 其中汽车销售毛利率环比提升 4.4 个百分点至 14.7%, 主要受益于销量增长和材料成本下降。前三季度公司总收入为 528.4 亿元, 同比增长 14.8%, 对应汽车销售毛利率为 12.1%, 同比微增 0.2 个百分点。3Q25 GAAP/Non-GAAP 归母净亏损为 36.6 亿元和 26.6 亿元, 分别环比减亏 28.8%/33.1%。前三季度 Non-GAAP 归母净亏损为 131.6 亿元, 同比减亏 4.9%。蔚来汽车在季报中指引 4Q25 交付量在 12.0~12.5 万辆之间 (对应收入为 327.6 亿元~340.4 亿元), 低于之前公司给出的 15 万辆预期, 并认为调低预期的原因主要是受多地区置换补贴退坡的影响所致。

4Q25 盈利仍有较大难度: 管理层在业绩会上维持实现 4Q25 Non-GAAP 口径盈利的目标, 并指引对应的 Non-GAAP 研发费用和销售管理费用分别为 20 亿元和 40 亿元。我们根据收入区间指引测算 4Q25 综合毛利率需达到 17.6%~18.4% 的水平才能实现经营层面的 Non-GAAP 转正, 其中汽车销售毛利率则需要提升至约 20%。尽管公司表示新款 ES8 的交付有望改善产品结构并推动提升毛利率, 但我们认为 4Q25 毛利率大幅提升的不确定性较大, 因此预计实现盈利仍有较大难度。

维持“持有”评级, 目标价下调至 5.50 美元: 尽管公司在业绩会上指出明年将有三款新车上市 (二季度 2 款、三季度 1 款) 并希望实现全年 Non-GAAP 口径的盈利目标, 但在当前竞争持续激烈且面临补贴退坡的大环境下, 我们预期各车企仍将采用各种降价增配的措施来刺激销量, 蔚来汽车要显著改善毛利率将面临较大挑战。我们调整公司 2025~27 年 Non-GAAP 亏损为 145.5 亿元/115.2 亿元/114.2 亿元。同时, 由于公司 4Q25 指引不及预期, 我们下调对未来汽车的估值至 0.9 倍 2026 年 P/S (原为 1.0 倍), 并下调目标价至 6.20 美元, 维持“持有”评级。

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	2027
营业收入 (RMBmn)	55,618	65,732	86,095	103,137	118,941
息税前利润 (RMBmn)	(23,264)	(22,286)	(17,535)	(14,655)	(14,655)
归母净利润 (RMBmn)	(18,475)	(20,382)	(14,554)	(11,520)	(11,411)
每股收益 (RMB)	(10.87)	(9.91)	(8.66)	(6.86)	(6.86)
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

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

图表 1: 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	86,095	103,137	118,945	78,959	103,565	119,438	9.0%	-0.4%	-0.4%
毛利润	10,547	16,236	19,326	9,334	13,101	15,767	13.0%	23.9%	22.6%
毛利率 (%)	12.3%	15.7%	16.2%	11.8%	12.6%	13.2%	0.5ppts	3.1ppts	3.0ppts
研发费用	11,082	12,190	13,409	12,385	12,881	13,525	-10.5%	-5.4%	-0.9%
销售及管理费用	17,000	18,700	20,570	14,954	15,552	17,107	13.7%	20.2%	20.2%
归母净利润	-17,954	-15,520	-15,818	-17,894	-16,198	-16,029	-0.3%	4.2%	1.3%
每 ADR 收益 (元)	-10.69	-9.24	-9.41	-10.65	-9.64	-9.54	-0.3%	4.2%	1.3%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-14,554	-11,520	-11,418	-15,894	-13,998	-13,829	8.4%	17.7%	17.4%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (元)	-8.66	-6.86	-6.80	-9.46	-8.33	-8.23	8.4%	17.7%	17.4%
预计交付量 (辆)	315,391	461,500	486,900	315,814	461,500	486,900	-0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: 华兴证券预测

估值

由于特斯拉的估值逻辑目前区别于国内新势力车企，因此我们将特斯拉从以下可比公司估值表中移除，同时纳入汽车纳入。我们仍然采用 P/S 估值法对蔚来汽车进行估值，并下调估值倍数至 0.9 倍 2026 年 P/S（原为 1.0 倍），以反映蔚来汽车的 4Q25 销量指引低于预期，因而下调目标价至 6.20 美元（原为 6.90 美元），维持“持有”评级。

图表 2: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价 (当地货币)	当前市值 (亿元)	营业收入 (百万元)			P/S(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小鹏汽车	XPEV US	21.62	1,418	77,392	116,517	131,592	1.8	1.2	1.1
理想汽车	LI US	18.32	1,403	115,522	140,984	167,815	1.2	1.0	0.8
零跑汽车	9863 HK	50.40	652	67,518	92,398	123,340	1.0	0.7	0.5
平均值			1,158	286,194	336,964	384,234	1.3	1.0	0.8
蔚来汽车	NIO US	5.50	1,040	86,095	103,137	118,945	1.2	1.0	0.9

注: 1) 收盘价截至 2025 年 11 月 25 日, 2) 所有预测均来自华兴证券, 3) 股价货币单位: 小鹏、理想和蔚来为美元, 零跑为港币。

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遇阻。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 月亮相并于 3Q25 开始交付，其销量和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，公司也有可能在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 2026 年将有 3 款新车发布上市，若销量高于市场预期则将对收入带来积极影响，利好财务改善。
- **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	26,075
服务收入	7,497	2,095	2,873	4,968
营业收入	65,732	86,095	103,137	118,945
营业成本	(59,239)	(75,549)	(86,901)	(99,619)
毛利润	6,493	10,547	16,236	19,326
管理及销售费用	(28,778)	(28,082)	(30,890)	(33,979)
其中：研发支出	(13,037)	(11,082)	(12,190)	(13,409)
息税前利润	(22,286)	(17,535)	(14,655)	(14,654)
息税折旧及摊销前利润	(18,908)	(11,660)	(10,211)	(9,406)
利息收入	854	862	500	505
利息支出	(798)	(349)	(349)	(348)
税前利润	(22,425)	(17,204)	(15,220)	(15,518)
所得税	23	(120)	(200)	(200)
净利润	(22,658)	(17,954)	(15,520)	(15,818)
调整后净利润	(20,382)	(14,554)	(11,520)	(11,418)
基本每股收益 (RMB)	(11.02)	(10.69)	(9.24)	(9.41)
稀释每股调整收益 (RMB)	(9.91)	(8.66)	(6.86)	(6.80)

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61,886	66,200	69,241	73,765
货币资金	19,329	9,691	11,134	18,163
应收账款	9,379	15,280	14,026	12,925
存货	7,087	7,852	13,095	13,749
其他流动资产	26,091	33,378	30,986	28,928
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	115,257	119,542	125,448
流动负债	62,311	68,255	70,792	74,787
短期借款	3,398	1,050	945	851
预收账款	0	0	1	1
应付账款	34,387	40,734	44,025	48,428
长期借款	11,441	8,983	9,163	9,346
非流动负债	20,346	25,955	26,337	26,727
负债	94,098	103,193	106,293	110,861
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)	(72,945)	(63,977)	(55,600)
归属于母公司所有者权益	5,967	3,577	4,675	5,926
少数股东权益	7,540	8,487	8,574	8,662
负债及所有者权益	107,605	115,257	119,542	125,448

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)	(17,954)	(15,520)	(15,818)
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)	(4,931)	(6,593)	(4,032)
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)	(4,305)	(5,157)	(5,415)
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)	(6,242)	(4,348)	(2,639)
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)	(16,612)	(11,883)	1,906
自由现金流	(17,384)	(20,598)	(24,616)	(12,793)

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量	220,976	315,391	461,500	486,900

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	18.2	31.0	19.8	15.3
毛利润	112.8	62.4	53.9	19.0
息税折旧及摊销前利润	7.4	38.3	12.4	7.9
净利润	(7.1)	20.8	13.6	(1.9)
调整后净利润	(10.3)	28.6	20.8	0.9
稀释每股调整收益	11.4	3.0	13.6	(1.9)
调整后稀释每股调整收益	8.8	12.6	20.8	0.9
盈利率 (%)				
毛利率	9.9	12.3	15.7	16.2
息税折旧摊销前利润率	(28.8)	(13.5)	(9.9)	(7.9)
息税前利润率	(33.9)	(20.4)	(14.2)	(12.3)
净利率	(34.5)	(20.9)	(15.0)	(13.3)
调整后净利率	(31.0)	(16.9)	(11.2)	(9.6)
净资产收益率	(379.7)	(501.9)	(332.0)	(266.9)
总资产收益率	(21.1)	(15.6)	(13.0)	(12.6)
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A
市净率	12.3	21.9	17.0	13.5
市销率	1.2	0.9	0.8	0.7

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与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。

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，任何机构和个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%。