

汽车

2026年2月6日

## 蔚来汽车 (9866 HK)

### 4Q25 首度实现经营盈利转正，2H26 新车周期驱动价值重估

① **蔚来公布 4Q25 盈喜。**蔚来预计经调整经营利润（剔除股权激励）达 7-12 亿元（人民币，下同），GAAP 口径亦有望录得经营利润 2-7 亿元，标志公司首次在单季度层面实现经调整经营利润转正。我们认为盈利拐点的形成来自：1) 交付与收入规模进入加速区间，公司在 3Q25 指引 4Q25 交付 12.0-12.5 万台、收入 327.6-340.4 亿元，放量带动固定成本摊薄。2) 产品组合更有利（高端/大车占比提升）推动汽车毛利率改善；3) 全面降本增效与费用纪律延续，使经营杠杆在放量阶段开始释放。需要强调的是，即使转正，按收入中值推算经营利润率仍偏低，跨过盈亏平衡线而非高盈利阶段；但其策略含义重大：只要毛利率中枢不回落、费用率持续下台阶，后续每一轮新品放量都将带来更可观的利润弹性。

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

② **展望 2026 年，1H26 压力较大、2H26 看新车周期。**1 季度通常为淡季，交付短暂回落，规模效应将弱化；同时原材料、电池及供应链波动带来单车成本回升风险，毛利率可能承压，1Q26 不排除再度录得亏损。因此 1H26 投资逻辑更偏向验证：销量能否在淡季后迅速修复、毛利率底部是否抬升、费用率是否延续下行。真正的上行弹性更可能落在 2H26，核心催化是大型 SUV 新品周期：公司层面已多次披露 2026 年将推出 ES9、全新 ES7 及乐道 L80 等三款大 SUV。大车天然具备更强定价与选装结构，若新品节奏顺利、产能爬坡平滑，配合既有降本增效的延续，毛利率与经营利润率有望在 2H26 形成第二个台阶，并有可能把 4Q25 的一次性盈利转化为可复制的季度盈利能力。

③ **维持买入。**4Q25 盈喜虽确认经营端拐点，但市场大概率仍要求看到至少 2-3 个季度的连续盈利/现金流改善后，才会给予更高的估值中枢。短期股价表现依然受制于两个变量：1) 淡季过后销量能否快速回升、避免 1Q25 量缩带来的规模效应衰减；2) 今年及 2026 年的新车周期（尤其大 SUV）能否按节奏上市并带动毛利率上台阶。站在当前时点，拐点已出现而市场预期仍偏保守，但我们认为一旦销量与毛利率的「连续性」被验证，重估弹性值得期待。若 2Q26 起交付恢复、成本控制兑现，而 2H26 大 SUV 矩阵拉动 ASP 与毛利率，公司有望进入下一波盈利可见度提升—估值修复的正循环，我们维持**买入**；主要下行风险在于需求复苏慢于预期、成本上行侵蚀毛利率、新品节奏/爬坡不及预期及费用率反弹。

图表 1：蔚来汽车 (9866 HK) 目标价及评级



图表 2：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	37.14	54.84	47.7%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	61.58	94.74	53.8%	2025 年 10 月 24 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	12.71	15.46	21.6%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	24.04	24.77	3.0%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	362.94	458.75	26.4%	2025 年 10 月 21 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.52	22.63	96.4%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	52.54	75.02	42.8%	2025 年 10 月 27 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	12.74	7.16	-43.8%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	38.04	26.45	-30.5%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	27.20	20.50	-24.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	24.43	21.50	-12.0%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	23.65	34.66	46.6%	2025 年 09 月 16 日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	189.90	269.66	42.0%	2025 年 09 月 16 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	33.90	41.89	23.6%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	36.56	62.75	71.6%	2025 年 09 月 03 日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	4.70	8.00	70.2%	2025 年 09 月 03 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	91.25	133.00	45.8%	2025 年 11 月 03 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	13.31	22.50	69.0%	2025 年 09 月 01 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.15	24.21	49.9%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	109.30	180.50	65.1%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	67.30	134.69	100.1%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	69.20	80.84	16.8%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	17.79	20.80	16.9%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.7	3.34	-9.7%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 2 月 5 日

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年2月6日

蔚来汽车 (9866 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司及牧原食品股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**