

汽车	收盘价 港元 42.96	目标价 港元 65.83	潜在涨幅 +53.2%
----	-----------------	-----------------	----------------

2026年5月22日

蔚来汽车 (9866 HK)

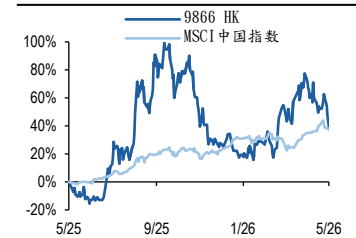
毛利率延续修复，ES9 与 L80 进入订单兑现期

- 蔚来 1Q26 亏损收窄明显好于市场预期。蔚来 1Q26 交付 83,465 辆，同比+98.3%；收入 255.33 亿元（人民币，下同），同比+112.2%；整车销售收入 227.84 亿元，同比+129.2%；净亏损收窄至 3.32 亿元，Non-GAAP 调整后经营利润 0.67 亿元，调整后净利润 0.44 亿元。按整车销售收入/交付量测算，1Q26 整车 ASP 约 27.3 万元，同比+15.6%、环比+7.8%。盈利改善并非单纯来自销量放大，而是高毛利 ES8 占比提升、ASP 上行及费用纪律强化共同驱动：研发费用 18.85 亿元，同比-40.7%、环比-7.0%；SG&A 费用 34.97 亿元，同比-20.5%、环比-1.1%；两项费用合计 53.82 亿元，同比减少约 22.0 亿元。整车毛利率 18.8%，同比+8.6ppts、环比+0.7ppt；其他销售毛利率 20.6%，创四年新高，反映服务、能源及社区相关业务盈利能力改善。收入大体符合市场预期，亏损收窄明显好于市场预期，盈利质量好于此前市场之担忧。
- 管理层指引 2Q26 交付 11.0–11.5 万辆，同比+52.7%至+59.6%；收入 327.77–344.36 亿元，同比+72.4%至+81.2%，对应 2Q26 整车 ASP 26.5–26.6 万元，维持稳健。交付节奏上，2Q26 指引对应 5–6 月合计仍需交付 80,644–85,644 辆，月均 40,322–42,822 辆，较 4 月环比提升约 37%–46%。若 5 月接近 4 月水平，则 6 月需交付约 5.1–5.6 万辆，较 4–5 月均值提升约 75%–92%，因此 6 月新车爬坡是兑现指引的关键。催化剂包括 ES9 于 5 月 27 日上市交付、乐道 L80 放量、ES8 五座版下半年推出及 NIO World Model 6 月升级。主要风险为价格战、原材料/内存/电池材料成本上行、单车成本压力超过 1 万元，以及乐道品牌认知爬坡低于预期。
- 维持买入评级。我们认为本季度核心意义在于，蔚来从销量修复进入 ASP 改善、毛利率稳定、费用率收缩的经营验证阶段。短期看，2Q26 指引的兑现重点在 6 月交付爬坡及 ES9、L80 订单转化；中期看，市场将更关注高毛利车型占比、17%–18% 整车毛利率目标能否在成本压力下维持，以及 Non-GAAP 经营利润连续性。若 ES9、ES8 五座版及乐道 L80 持续兑现，公司估值重塑的关键将转向经营利润连续性及现金流可见度。维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	61.20
52周低位 (港元)	26.05
市值 (百万港元)	201,778.99
日均成交量 (百万)	9.16
年初至今变化 (%)	4.88
200天平均价 (港元)	43.70

资料来源：FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

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

财务数据一览

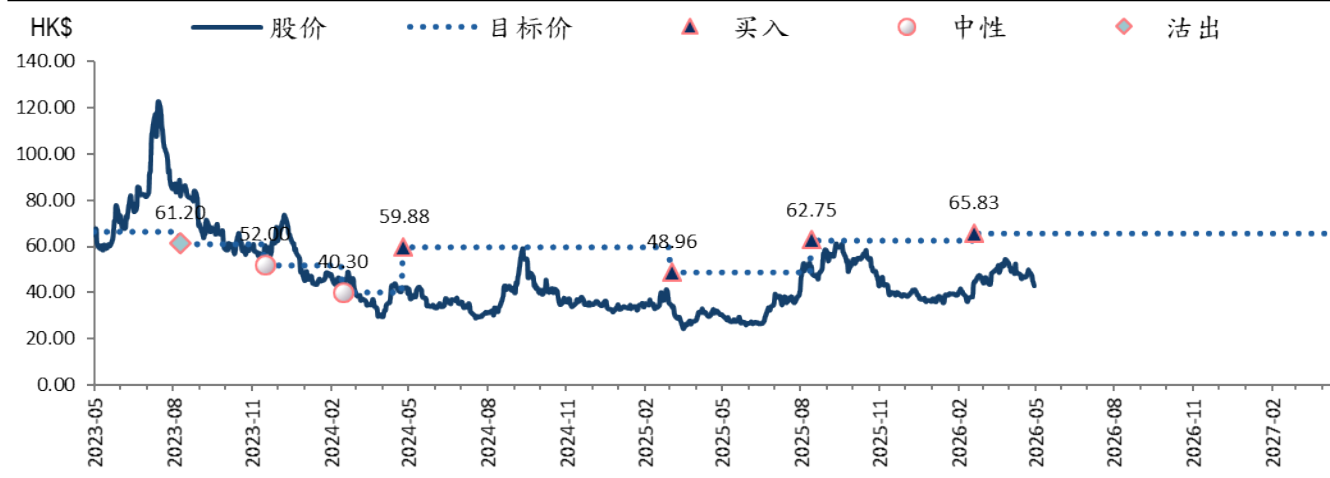
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	65,732	87,488	125,939	126,841	128,281
同比增长 (%)	18.2	33.1	44.0	0.7	1.1
净利润 (百万人民币)	(22,310)	(14,961)	(6,407)	(4,987)	(3,321)
每股盈利 (人民币)	(10.86)	(6.58)	(2.82)	(2.19)	(1.46)
同比增长 (%)	-11.4	-39.4	-57.2	-22.2	-33.4
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	ns	ns
每股账面净值 (人民币)	6.53	5.59	2.77	0.58	(0.88)
市账率 (倍)	5.71	6.66	13.43	64.27	(42.27)

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 蔚来汽车 (9866 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车及电池行业公司覆盖

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	34.86	54.84	57.3%	2025年10月30日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	63.95	94.74	48.1%	2025年10月24日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	15.32	18.88	23.2%	2026年3月27日	电池
3931 HK	中创新航	买入	29.54	42.88	45.2%	2026年3月31日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	411.63	512.00	24.4%	2026年3月10日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.67	22.63	93.9%	2025年8月27日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	39.50	69.55	76.1%	2026年4月1日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	11.00	7.16	-34.9%	2025年3月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	36.88	45.80	24.2%	2026年3月30日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	39.10	44.50	13.8%	2026年4月30日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	32.28	38.00	17.7%	2026年4月30日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	20.90	34.66	65.8%	2025年9月16日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	159.30	269.66	69.3%	2025年9月16日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	31.12	49.16	58.0%	2026年3月26日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	42.96	65.83	53.2%	2026年3月11日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.60	8.40	50.0%	2026年3月11日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	90.55	138.53	53.0%	2026年3月30日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.78	17.50	62.3%	2026年3月30日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	19.47	24.21	24.3%	2025年8月15日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	83.38	135.20	62.1%	2026年4月1日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	60.60	134.69	122.3%	2025年3月12日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	62.25	80.84	29.9%	2025年8月29日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	16.20	20.80	28.4%	2025年8月29日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.59	3.34	29.0%	2024年4月1日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 21 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	65,732	87,488	125,939	126,841	128,281
主营业务成本	(59,239)	(75,572)	(106,310)	(106,267)	(107,024)
毛利	6,493	11,916	19,628	20,574	21,257
销售及管理费用	(15,741)	(16,088)	(15,113)	(14,587)	(14,111)
研发费用	(13,037)	(10,605)	(10,579)	(10,401)	(9,621)
其他经营净收入/费用	412	736	1,059	1,067	1,079
经营利润	(21,874)	(14,041)	(5,004)	(3,347)	(1,396)
财务成本净额	55	(124)	(196)	(389)	(630)
其他非经营净收入/费用	(606)	(656)	(1,147)	(1,204)	(1,264)
税前利润	(22,425)	(14,821)	(6,347)	(4,940)	(3,290)
税费	23	(122)	(52)	(41)	(27)
非控股权益	92	(18)	(8)	(6)	(4)
净利润	(22,310)	(14,961)	(6,407)	(4,987)	(3,321)
作每股收益计算的净利润	(22,310)	(14,961)	(6,407)	(4,987)	(3,321)

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19,329	11,274	18,815	24,551	31,519
有价证券	22,556	34,590	30,639	27,478	24,949
应收账款及票据	1,676	1,394	2,210	2,226	2,251
存货	7,087	8,531	10,985	10,981	11,059
其他流动资产	11,238	20,844	20,868	20,892	20,917
总流动资产	61,886	76,633	83,518	86,128	90,695
物业、厂房及设备	26,125	26,054	27,636	27,868	26,751
其他长期资产	19,594	21,714	24,056	26,867	30,240
总长期资产	45,719	47,768	51,692	54,735	56,990
总资产	107,605	124,401	135,210	140,862	147,686
短期贷款	5,730	4,692	4,927	5,173	5,431
应付账款	34,387	53,310	64,078	66,963	67,733
其他短期负债	22,194	20,581	22,382	24,376	26,585
总流动负债	62,311	78,583	91,386	96,511	99,749
长期贷款	11,441	8,626	11,214	14,578	18,952
其他长期负债	20,346	24,500	26,316	28,460	30,989
总长期负债	31,787	33,126	37,530	43,038	49,941
总负债	94,098	111,709	128,916	139,549	149,690
储备及其他资本项目	13,409	12,711	6,305	1,318	(2,004)
股东权益	13,409	12,711	6,305	1,318	(2,004)
非控股权益	98	(19)	(11)	(5)	(1)
总权益	13,507	12,693	6,294	1,313	(2,004)

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(22,402)	(14,943)	(6,399)	(4,981)	(3,317)
折旧及摊销	5,480	6,459	7,418	8,768	10,118
营运资本变动	3,189	10,397	8,617	4,019	1,819
其他经营活动现金流	0	7,000	0	0	0
经营活动现金流	(13,732)	8,913	9,637	7,806	8,620
资本开支	(6,521)	(6,389)	(9,000)	(9,000)	(9,001)
投资活动	5,034	(4,973)	3,951	3,161	2,529
其他投资活动现金流	0	(987)	0	0	0
投资活动现金流	(1,487)	(10,374)	(5,049)	(5,839)	(6,472)
负债净变动	(2,296)	(6,594)	2,954	3,768	4,821
其他融资活动现金流	1,777	0	0	0	0
融资活动现金流	(4,073)	(6,594)	2,954	3,768	4,821
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	38,622	19,329	11,274	18,815	24,551
年末现金	19,329	11,274	18,815	24,551	31,519

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(10.859)	(6.583)	(2.819)	(2.194)	(1.461)
全面摊薄每股收益	(10.859)	(6.583)	(2.819)	(2.194)	(1.461)
每股账面值	6.526	5.593	2.774	0.580	(0.882)
利润率分析(%)					
毛利率	9.9	13.6	15.6	16.2	16.6
净利率	(33.9)	(17.1)	(5.1)	(3.9)	(2.6)
盈利能力(%)					
ROA	(19.8)	(12.9)	(4.9)	(3.6)	(2.3)
ROE	367.9	361.3	(283.7)	(68.9)	(31.5)
其他					
净负债权益比(%)	净现金	16.1	净现金	净现金	356.0
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	38.1	37.7	37.7	37.7	37.7
应收账款周转天数	17.6	6.4	6.4	6.4	6.4
应付账款周转天数	197.6	211.8	220.0	230.0	231.0

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5月22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有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有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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、滴普科技股份有限公司、Mixres 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、拨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、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技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及光大证券股份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，或可能以委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，委任其认为必要的法律、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。