

公司研究

Non-GAAP 盈利再次转正，关注 ES9 订单与爬坡节奏

——蔚来（NIO.N）2026 年一季度业绩点评

要点

1Q26 Non-GAAP 归母净利润持续为正：1Q26 蔚来总收入同比+112.2%/环比-26.3%至 255.3 亿元，毛利率同比+11.4pcts/环比+1.5pcts 至 19.0%，连续实现第二个季度的 Non-GAAP 盈利（Non-GAAP 归母净利润 0.45 亿元 vs. 1Q25 Non-GAAP 归母净亏损 62.8 亿元、4Q25 Non-GAAP 归母净利润 7.3 亿元）。

毛利率同环比提升，全年 Non-GAAP 盈利趋势向好：从 1Q26 具体数字来看：1) 交付量同比+98.3%/环比-33.1%至 8.3 万辆，汽车业务收入同比+129.2%/环比-27.9%至 227.8 亿元（ASP 同比+15.6%/环比+7.8%至 27.3 万元），汽车业务毛利率同比+8.6pcts/环比+0.7pcts 至 18.8%；2) Non-GAAP 研发费用率同比-17.5pcts/环比+1.7pcts 至 6.7%，Non-GAAP SG&A 费用率同比-22.0pcts/环比+3.2pcts 至 13.0%；3) Non-GAAP 单车盈利为 534 元。截至 1Q26 末，公司在手现金合计 482 亿元。我们判断，1) 1Q26 汽车业务毛利率同环比改善，主要由于高毛利车型占比持续提升+库存部分对冲原材料成本上涨；2) 预计成本上涨压力或从 2Q26E 开始逐步充分体现，预计 2Q26E 乐道 L80/蔚来 ES9 的上市交付爬坡有望带动车型结构进一步优化，带动毛利率保持相对稳定（指引 2Q26E 交付量 11.0-11.5 万辆，2Q26E 和 2026 全年整车毛利率有望维持 17%-18%）。

全年新车布局基本完成，高端品牌势能确立：我们判断，1) **高端品牌势能确立：**蔚来 2026E 全年中大型 SUV 新车布局基本完成（乐道 L90/L80+蔚来 ES8/ES9），2H26E 将继续推出全新 ES5 五座版强化产品矩阵，预计中大型 SUV 销量爬坡有望进一步带动规模效应+毛利率结构优化（管理层维持 2026E Non-GAAP 层面盈利的目标不变）；此外，公司已通过蔚来/乐道/萤火虫三大品牌高端差异化定位，建立用户良好心智。2) **换电+芯片外供构筑长期壁垒：**截至 2026 年 5 月公司已建成 3,855 座换电站，2026 年新增超 1,000 座，五代站 Q3 大批量落地，充电体系成为核心壁垒，服务与社区业务已实现盈利支撑网络扩张；自研芯片 2H26E 预计搭载比例超 80%，看好自研芯片外供商业化打开新盈利曲线。

维持“买入”评级：鉴于蔚来 ES8 较强的订单与爬坡能力、叠加 2Q26E 乐道 L80/蔚来 ES9 上市提振、以及公司成本费用端的有效管控，我们上调 2026E-2028E Non-GAAP 归母净利润至 37.9 亿元/67.8 亿元/73.3 亿元（vs. 之前预测约 0.4 亿元/52.9 亿元/64.0 亿元）。我们看好蔚来三大品牌的车型周期催化、智能化/换电优势，维持“买入”评级。

风险提示：新车上市交付与爬坡不及预期；供应链波动；毛利率爬坡不及预期；NOP+与 Baas/换电业务不及预期；融资/摊薄风险；市场风险/金融风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	65,732	87,488	141,579	160,815	169,031
营业总收入增长率	18.2%	33.1%	61.8%	13.6%	5.1%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-20,382	-12,432	3,790	6,781	7,325
Non-GAAP 归母净利润同比增速	NA	NA	NA	78.9%	8.0%
Non-GAAP EPS（元，摊薄）	-9.92	-5.47	1.53	2.74	2.96
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	-341.6%	-298.9%	14.6%	17.1%	10.7%
P/S	1.2	1.0	0.7	0.6	0.6
P/B	12.9	20.9	3.6	2.4	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-5-21（1 美元=6.8 人民币）

注：2024-2025 加权平均 ADS 20.6/22.7 亿股，预计 2026E-2028E 约 24.8 亿股（每股 ADS 为 1 股 A-Class 普通股）。

买入（维持）

当前价：5.60 美元

作者

分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

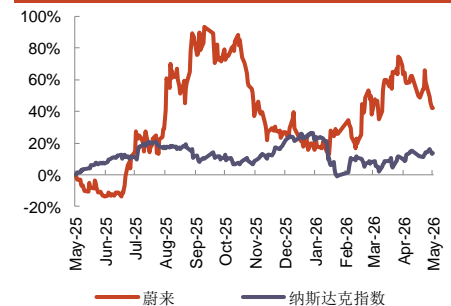
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.77
总市值(亿美元)	139
一年最低/最高(美元)	3.14/7.62
近 3 月换手率	785%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.12	-6.16	28.65
绝对	-12.91	5.66	42.13

资料来源：Wind（数据截至 2026/5/21）

相关研报

- 《1Q25 基本面承压，多维度寻求边际改善——蔚来（NIO.N）2025 年一季度业绩点评》.....2025-06-03
- 《2Q25 亏损同环比收窄，盈利拐点+估值修复前景可期——蔚来（NIO.N）2025 年二季度业绩点评》.....2025-09-05
- 《3Q25 亏损同环比持续收窄，4Q25E 扭亏前景可期——蔚来（NIO.N）2025 年三季度业绩点评》.....2025-11-27
- 《4Q25 如期扭亏，基本面向上趋势有望延续——蔚来（NIO.N）2025 年四季度业绩点评》.....2026-03-10

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	65,732	87,488	141,579	160,815	169,031
Non GAAP 销售成本	-59,167	-75,433	-115,391	-131,216	-138,036
Non GAAP 毛利润	6,565	12,054	26,188	29,599	30,995
Non GAAP 研发费用	-11,741	-9,087	-9,146	-9,295	-9,770
Non-GAAP 销售行政/管理费用	-15,180	-15,216	-13,450	-13,750	-14,131
Non GAAP 经营利润 (损失)	-19,946	-11,513	4,392	7,354	7,894
财务成本-净额	55	-124	-100	-100	-100
投资收益	-503	-1,092	-1,000	-1,000	-1,000
其他收益	-98	451	500	500	500
Non GAAP 净利润 (净损失)	-20,469	-12,399	3,805	6,796	7,340
少数股东损益	92	-18	-15	-15	-15
Non GAAP 归母净利润(净损失)	-20,382	-12,432	3,790	6,781	7,325

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	107,605	124,401	176,492	196,712	238,475
流动资产	61,886	76,633	123,347	140,328	179,088
库存	7,087	8,531	9,167	6,915	9,988
贸易等应收账款	9,379	17,473	21,068	14,019	19,531
现金及其等价物	27,650	26,020	66,478	91,977	118,421
其他流动资产、以及短期投资	17,771	24,609	26,634	27,417	31,147
非流动资产	45,719	47,768	53,146	56,385	59,387
不动产、厂房及设备	25,893	25,828	31,834	34,574	37,076
租赁土地及土地使用权	202	197	211	211	211
无形资产	30	30	0	0	0
其他非流动资产等	19,594	21,714	21,100	21,600	22,100
总负债	94,098	111,709	142,570	130,584	154,439
无息负债	73,530	97,734	127,270	113,754	136,079
有息负债	20,568	13,974	15,300	16,830	18,360
夹层权益合计	7,442	8,552	7,800	8,000	8,250
股东权益	6,065	4,141	26,123	39,776	68,856
普通股	5	5	5	5	5
库存股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-113,998	-129,569	-128,832	-125,179	-121,099
资本公积及其他	119,960	133,723	154,850	164,850	189,850
归属本公司股权持有人权益	5,967	4,159	26,023	39,676	68,756
少数股东权益	98	-19	100	100	100

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-7,849	2,993	15,664	23,784	24,749
净利润 (净损失)	-22,402	-14,943	1,252	4,169	4,595
折旧及摊销	5,875	7,147	4,050	4,101	4,409
净营运资金增加	3,527	5,797	7,810	12,888	13,001
其他	5,150	4,991	2,553	2,627	2,744
投资活动产生现金流	-4,958	-11,460	-5,514	-4,790	-4,810
固定资产新增	-9,142	-6,065	-4,270	-2,790	-2,810
短期投资、以及其他	4,184	-5,394	-1,244	-2,000	-2,000
融资活动现金流	1,772	6,844	6,687	6,505	6,505
股票/可转债等融资	111	99	5	5	5
借款增加	-1,596	-5,461	1,682	1,500	1,500
少数股东资金注入、以及其他	3,257	12,206	5,000	5,000	5,000
现金及等价物净增加额	-11,035	-1,623	16,837	25,499	26,444

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼