

蔚来-SW (09866.HK)

高端化缓解成本压力，Q1 Non-GAAP 再次盈利

26Q1 受益于产品结构改善，公司盈利超预期。公司 26Q1 交付 8.3 万辆车，同比增长 98.3%，大幅跑赢行业水平，其中蔚来/乐道/萤火虫品牌分别交付 58543/13339/11583 辆车。得益于销量高增，公司收入同比大幅增长 112% 到 255 亿元，其中车辆销售收入同比/环比分别+129%/ -28% 至 228 亿元。公司 26Q1 毛利率 19%，同比/环比明显提升 11.4pct/1.5pct。其中汽车毛利率同比/环比分别提升 8.6pct/0.8pct 至 18.8%，连续四个季度环比增长，主要得益于产品组合改善。服务及其他毛利率分别同比/环比提升 25.1pct/8.8pct 至 20.6%，主要由于 1) 提供能源解决方案的经营能力提升；2) 毛利率相对较高的零部件、配件销售及车辆售后服务收入增长。得益于 CBU 机制，公司费用管控能力明显提升，公司 26Q1 归母净亏损 5.0 亿元，Non-GAAP 再次实现盈利，实现 4455 万元 Non-GAAP 归母净利润，Non-GAAP 归母净利润率 0.2%。

展望 26Q2，公司指引交付量 11.0-11.5 万辆，同比增长 52.7%-59.6%。盈利方面看，由于上游电池原材料、存储、大宗原材料等涨价，平均每一台车的成本上涨压力超过了 1 万元，但考虑到产品结构改善、供应链降本、规模经济、市场政策稳定，公司目标整车毛利率维持在 17%-18%。**展望 2026 年全年**，公司会保持合理的量的增长，但更看重盈利性，指引服务及其他业务的毛利率指引为 20% 左右、季度研发费用维持 20-25 亿元，SG&A 费用目标 10% 的收入占比，维持全年 Non-GAAP 运营利润盈利的目标。

产品周期强，ES8 销量成绩优秀，期待 ES9 上市。1) **车型上看**，蔚来新 ES8 在 25Q3 末交付以来需求旺盛。截至 4 月，全新 ES8 已经连续 5 个月获得大型 SUV 和 40 万以上车型不分能源形式的销量冠军。ES9 在 4 月 9 日完成产品技术发布，5 月 11 日开启试驾，订单表现优秀，同时带动了 ES8 订单环比改善。ES9 将于 5 月 27 日上市交付，公司有信心 ES9 能够引领 50 万元以上科技行政旗舰 SUV 市场。未来，公司还将在 Q2 推出新款乐道 L60，Q3 推出全新 ES8 的五座版。2) **盈利性方面**，我们认为，公司今年在 8 系、9 系车型上的强势表现将带动公司整体产品组合明显优化，有助于对冲今年各方的成本压力。展望未来，我们预计蔚来/乐道/萤火虫品牌在长期有望实现 20%-25%/15%+/10%+ 的毛利率。3) **销售和服务网络方面看**，公司当前开设了 168 家蔚来中心和 389 家蔚来空间，乐道门店数量达 430 家，408 家服务中心和 90 家交付中心。公司将持续推动三品牌高效协同的 SKY 门店模式，有助于更好地覆盖下沉市场。

智驾能力有望在 2026 年超预期。1) **智驾快速迭代**，NWM 最新迭代版本完成推送后的一个季度，城市领航辅助的行驶里程环比提升 92%，使用时长的占比环比提升 116%。6 月，蔚来和乐道都将迎来 NWM 最新版本迭代，今年内还有共计两次比较大的迭代。我们认为，今年已经初步看到蔚来智驾能力的明显提升，后续版本迭代值得期待，有望超出市场预期。2) **智驾变现的方面**，蔚来以往对于老车主免费赠送数年的智驾订阅，但针对二手车用户收取订阅费用，这类收入持续增长。这表明，蔚来在未来可能更有潜力对其目标用户群体实现规模化的软件收费。3) 芯片子公司安徽神玢在 2 月 26 日顺利完成首轮融资，融资金额超 22 亿元人民币，投后估值近百亿。公司预计下半年的车型结构中 80%-85% 以上都会搭载自研的芯片。

投资建议：考虑到公司产品周期强势、盈利性超预期，我们提高了盈利预测，预计 2026-2028 年销量约 47/66/79 万辆，总收入达 1327/1762/2092 亿元。得益于强势的产品升级、规模经济以及 CBU 机制，公司未来几年的盈利性有望逐步改善，预计 non-GAAP 归母净利润为 19/61/101 亿元，non-GAAP 归母净利润率约 1%/3%/5%。我们给予其目标市值约 195 亿美元（1530 亿港元），对应约 1X 2026e P/S，目标价港股（9866.HK）61.7 港元、美股（NIO.N）7.9 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、上游零部件供应及价格波动风险、产能爬坡不及预期风险。

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	89,526	87,487	132,720	176,248	209,213
增长率 YoY (%)	22.4	-2.3	51.7	32.8	18.7
归母净利润（百万元）	1,137	-15,571	-388	3,416	7,119
归母净利润率 (%)	1%	-18%	0%	2%	3%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	3,490	-13,170	1,903	6,052	10,091
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	4%	-15%	1%	3%	5%
P/S (倍)	1.0	1.0	0.7	0.5	0.4
P/B (倍)	12.4	21.0	19.8	10.3	5.4

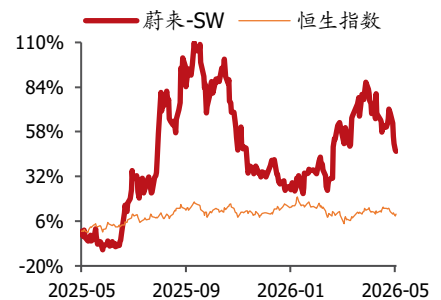
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 5 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 22 日收盘价（港元）	42.78
总市值（百万港元）	108,177.45
总股本（百万股）	2,477.22
其中自由流通股 (%)	99.09
30 日日均成交量（百万股）	5.84

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)：Q4 季度扭亏为盈、新车周期仍强势》 2026-03-12
- 《蔚来-SW (09866.HK)：预计 Q4 扭亏、2026 年全年目标盈利》 2025-11-29
- 《蔚来-SW (09866.HK)：新车强劲，预计 Q4 扭亏为盈》 2025-09-08

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	61886	76633	109489	142055	166358
现金及现金等价物	19329	11274	41152	69361	92730
短期投资净额	14138	19756	19756	19756	19756
应收账款	1676	1394	3264	2922	4421
存货	7087	8531	9639	14339	13774
其他流动资产	19656	35678	35678	35678	35678
非流动资产	45719	47768	46618	45756	45109
固定资产	25893	25828	24678	23816	23169
资产使用权	12797	11711	11711	11711	11711
无形资产	30	30	30	30	30
长期投资	3126	2481	2481	2481	2481
其他非流动资产	3873	7719	7719	7719	7719
资产总计	107605	124401	156107	187811	211467
流动负债	62311	78583	107480	132572	145913
短期借款	5730	4692	4692	4692	4692
应付账款	34387	53310	73203	93747	101989
应付负债	16041	16696	25701	30247	35348
其他流动负债	6153	3885	3885	3885	3885
非流动负债	31787	33126	35666	38207	40747
长期借款	11441	8626	11167	13707	16248
其他非流动负债	20346	24500	24500	24500	24500
负债合计	94098	111709	143147	170779	186660
资本公积	118688	131728	131728	131728	131728
未分配利润	-113068	-128029	-127757	-123681	-115902
累计其他综合损益	583	580	580	580	580
归属母公司股东权益	5967	4159	4431	8508	16286
少数股东权益	98	-19	-23	-27	-31
可赎回非控股股权权益	7442	8552	8552	8552	8552
可赎回及权益总额	13507	12693	12960	17032	24807
负债和权益总额	107605	124401	156107	187811	211467

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-7849	2993	33403	31733	26895
净利润	-22402	-14943	268	4072	7775
折旧与摊销	7804	8937	7215	6928	6712
营运资金变动	3612	5812	25920	20733	12408
其他经营现金流	3137	0	0	0	0
投资活动现金流	-4958	-11460	-6065	-6065	-6065
资本开支	-9142	-6065	-6065	-6065	-6065
其他投资现金流	4184	-5394	0	0	0
筹资活动现金流	1772	6844	2541	2541	2541
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	1772	6844	2541	2541	2541
现金净增加额	-10874	-1639	29878	28208	23370

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	89526	87487	132720	176248	209213
营业成本	59239	75572	109021	143867	168673
毛利润	30287	11916	23699	32381	40540
研发费用	13037	10605	9239	13041	15522
销售及管理费用	15741	16088	14133	15272	17614
其他经营性损益	412	736	214	0	0
营业利润 (亏损)	1921	-14041	542	4068	7405
财务收入	854	762	735	1214	1667
财务支出	798	885	971	1057	1142
联营公司亏损	503	1092	152	152	152
其他非经营性收益	-546	-765	-262	6	373
利润总额	1370	-14821	280	4074	7778
所得税	-23	122	12	2	3
净利润	1393	-14943	268	4072	7775
可赎回少数股东权益的增益	-348	-610	-660	-660	-660
少数股东损益	-92	18	-4	-4	-4
归属普通股股东净利润	1137	-15571	-388	3416	7119
调整后归属普通股股东净利	3490	-13170	1903	6052	10091

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	22.4	-2.3	51.7	32.8	18.7
营业利润 (%)	-137.5	-831.1	-103.9	650.5	82.0
归属于母公司净利润 (%)	-415.5	-477.4	-114.4	218.1	66.7
获利能力					
毛利率 (%)	33.8	13.6	17.9	18.4	19.4
净利率 (%)	3.9	-15.1	1.4	3.4	4.8
ROE (%)	58.5	-316.6	42.9	71.1	62.0
ROIC (%)	-45.1	13.0	113.8	-1.6	-8.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	87.4	89.8	91.7	90.9	88.3
净负债比率 (%)	-16.0	16.1	-195.2	-299.2	-289.4
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	28.3	57.0	57.0	57.0	57.0
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.7				
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.8	1.4	13.5	12.8	10.9
每股净资产 (最新摊薄)	2.8	1.7	1.8	3.4	6.6
估值比率					
P/S	1.0	1.0	0.7	0.5	0.4
P/B	12.4	21.0	19.8	10.3	5.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 22 日收盘价

图表 1: 蔚来核心预测: 年度

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总销量 (台)	122486	160038	221970	326028	467165	663264	791619
ES8	14380	14138	9238	45981	149131	90000	100000
ES8 五座版	-	-	-	-	33000	92000	87400
ES6	42012	56539	75083	43298	26602	34841	47250
EC6	17076	11324	27326	17719	10149	23432	36400
ET7	23046	5643	7244	3042	250	264	264
ET5	11814	40848	26610	17188	13161	34758	39350
ES7	14158	6524	1874	676	0	0	0
EC7	-	3661	2865	1220	29	12	12
ET5T	-	21361	50969	47209	37026	50368	50750
ET9	-	-	-	2590	981	932	886
乐道 L60	-	-	20761	64599	49475	47001	44651
乐道 L90	-	-	-	43189	27358	28264	28264
萤火虫	-	-	-	39317	59502	63892	63892
ES9	-	-	-	-	14500	12500	12500
乐道 L80	-	-	-	-	46000	105000	120000
其他新车	-	-	-	-	-	80000	160000
总收入 (百万元)	49,269	73,157	89,526	87,487	132,720	176,248	209,213
车辆销售	45507	66796	82029	76884	120118	159245	188399
服务及其他	3762	6361	7497	10604	12602	17003	20814
毛利 (百万元)	5,144	20,590	30,287	11,916	23,699	32,381	40,540
车辆销售	6235	22208	30934	11213	21162	28981	36378
服务及其他	-1091	-1618	-647	703	2537	3401	4163
毛利率	10%	28%	34%	14%	18%	18%	19%
车辆销售	14%	33%	38%	15%	18%	18%	19%
服务及其他	-29%	-25%	-9%	7%	20%	20%	20%
销售及管理费用率	-21%	-18%	-18%	-18%	-11%	-9%	-8%
研发费用率	-22%	-18%	-15%	-12%	-7%	-7%	-7%
净利润 (百万元)	-14,437	-3,351	1,393	-14,943	268	4,072	7,775
净利润率	-30%	-5%	1%	-18%	0%	2%	3%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-11,984	-1,106	3,490	-13,170	1,903	6,052	10,091
Non-GAAP 净利润率	-24%	-2%	4%	-15%	1%	3%	

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

图表 2: 蔚来核心预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E
总销量 (台)	42094	72056	87071	124807	83465	111443	121848	150409
ES8	1439	1662	3970	38910	45111	44020	30000	30000
ES8 五座版	-	-	-	-	-	-	8000	25000
ES6	9150	16682	9166	8300	4167	6192	8524	7719
EC6	4326	6365	3990	3038	1500	2113	3711	2825
ET7	847	896	1092	207	52	66	66	66
ET5	3269	5197	4222	4500	1850	3200	3926.46	4185
ES7	335	341	-	-	-	-	-	-
EC7	405	340	440	35	20	3	3	3
ET5T	7453	13975	13781	12000	5650	7400	12816	11160
ET9	89	1791	267	443	193	128	248	412
乐道 L60	14781	17001	16144	16673	7179	10282	15014	17000
乐道 L90	-	-	21572	21617	6160	7066	7066	7066
萤火虫	-	7806	12427	19084	11583	15973	15973	15973
ES9	-	-	-	-	-	7000	3500	4000
乐道 L80	-	-	-	-	-	8000	13000	25000
总收入 (百万元)	12,035	19,009	21,794	34,650	25,533	32,791	33,271	41,126
车辆销售	9939	16136	19202	31606	22784	29681	30139	37514
服务及其他	2095	2873	2592	3044	2749	3109	3132	3612
毛利 (百万元)	920	1,898	3,025	6,074	4,859	5,863	5,831	7,147
车辆销售	1014	1663	2824	5713	4292	5241	5204	6424
服务及其他	-94	235	201	361	567	622	626	722
毛利率	8%	10%	14%	18%	19%	18%	18%	17%
车辆销售	10%	10%	15%	18%	19%	18%	17%	17%
服务及其他	-4%	8%	8%	12%	21%	20%	20%	20%
销售及管理费用率	-37%	-21%	-19%	-10%	-14%	-11%	-10%	-9%
研发费用率	-26%	-16%	-11%	-6%	-7%	-7%	-7%	-6%
净利润 (百万元)	-6,750	-4,995	-3,480	283	-332	-216	-3	819
净利润率	-57%	-27%	-17%	0%	-2%	-1%	-1%	2%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-6,276	-4,125	-2,760	728	45	203	399	1,255
Non-GAAP 净利润率	-52%	-22%	-13%	2%	0%	1%	1%	3%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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