

蔚来汽车 (NIO US, 持有, 目标价: US\$5.80)

买入

持有

卖出

目标价: US\$5.80 当前股价: US\$5.20

股价上行/下行空间 +12%

52 周最高/最低价 (US\$) 8.02/3.34

市值 (US\$mn) 12,882

当前发行数量(百万股) 2,477

三个月平均日交易额 (US\$mn) 238

流通盘占比 (%) 91

主要股东 (%)

CYVN Investments RSC 20

Originalwish Limited 4

Nio Users limited 2

按 2026 年 5 月 22 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\$)	5.80	6.40	-9%
2026E EPS (RMB)	0.05	(2.52)	102%
2027E EPS (RMB)	0.28	(1.36)	121%
2028E EPS (RMB)	1.38	1.85	-25%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	130,522 (-3%)	159,212 (-9%)
EPS (RMB)	(1.03) (+105%)	0.26 (+9%)

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。

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

1Q26 毛利率好于预期, ES8 呈热销态势

• 1Q26 毛利率达到 19.0%, Non-GAAP 归母净利润为 0.45 亿元。

• ES9 上市有望进一步提升销量。

• 维持“持有”评级, 目标价调整为 5.80 美元。

1Q26 毛利率超预期: 根据蔚来汽车 1Q26 财报, 得益于新款 ES8 车型的持续热销, 当季收入为 255.3 亿元 (同比+112.2%/环比-26.3%), 综合毛利率达到 19.0% (同比+11.4ppts/环比+1.5ppts), 其中汽车销售毛利率 18.8%, 其他业务毛利率 20.6%, 优于市场预期。毛利率改善的主要原因是 1) 车型结构改善: 当季高价车型 ES8 的销量占比超过 50%; 2) 换电业务经营情况改善和 3) 高毛利零部件、配件和售后服务收入增长。研发、销售和行政费用总额 53.8 亿元, 高于毛利润 5.2 亿元, 因此 GAAP 归母净利润仍亏损 4.96 亿元, 但扣除股权激励费用后, Non-GAAP 归母净利润为 0.45 亿元, 连续实现第二个季度转正。

ES9 上市有望成为销量催化剂: ES9 车型即将于 5 月 27 日上市并开启交付, 定位 50 万元以上级别的大型行政 SUV。基于 ES8 改款后的热销态势, 我们认为市场对 ES9 的销量抱有一定乐观态度, 虽然 ES8 和 ES9 两款高价车型之间是否会相互竞争目前仍不确定, 但 ES9 能够助力蔚来汽车继续优化车型结构并维持高端的品牌定位。叠加最近上市的乐道 L80 车型, 可以预见蔚来汽车今年的销量增量主要来自于高端车型, 公司仍维持全年销量冲刺 50 万辆的目标 (同比+53%)。

维持“持有”评级: 虽然改款 ES8 助力蔚来汽车财务状况逐步改善, 但我们认为在竞争激烈的国内新能源车市场, 单款车型的热销态势是否能长期维持仍有较大不确定性。同时, 根据公司提出的经营费用目标 (10%销管费率和 20-25 亿元的季度研发投入), 我们预计综合毛利率仍需维持近 20% 的水平才能实现经营利润转正, 我们认为这一目标对于国内车企而言仍具有挑战性。公司预计 2Q26 销量在 11.0~11.5 万辆之间, 对应收入为 327.8 亿元~344.4 亿元, 由此我们相应上调对蔚来汽车的财务预测但将估值水平下调至 0.8 倍 2026E P/S (原为 0.9 倍), 以反映目前投资者对整车市场持续疲软的担忧。因此, 我们仍然维持“持有”评级并确定最新目标价为 5.80 美元。

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	65,732	87,488	127,193	144,649	175,784
息税前利润 (RMBmn)	(22,286)	(14,777)	(3,034)	(2,467)	1,426
归母净利润 (RMBmn)	(20,382)	(12,432)	126	728	3,579
每股收益 (RMB)	(9.91)	(5.47)	0.05	0.28	1.38
市盈率 (x)	N/A	N/A	743.8	129.9	26.7

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

图表 1: 核心盈利预测变化

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	127,193	144,649	175,784	123,969	144,155	175,266	2.6%	0.3%	0.3%
毛利润	24,511	27,012	32,991	21,106	24,538	30,616	16.1%	10.1%	7.8%
毛利率 (%)	19.3%	18.7%	18.8%	17.0%	17.0%	17.5%	2.3ppts	1.7ppts	1.3ppts
研发费用	11,135	12,249	13,474	10,393	11,640	12,804	7.1%	5.2%	5.2%
销售及管理费用	16,410	17,230	18,091	15,283	16,048	16,368	7.4%	7.4%	10.5%
归母净利润	-2,574	-2,072	1,779	-6,740	-5,078	-295	61.8%	59.2%	702.2%
每 ADR 收益 (元)	-1.53	-1.23	1.06	-4.01	-3.02	-0.18	61.8%	59.2%	702.2%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	126	728	3,579	-4,240	-2,278	3,105	103.0%	132.0%	-15.3%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (元)	0.05	0.28	1.38	-2.52	-1.36	1.85	102.0%	121.0%	25.1%
预计交付量 (辆)	475,007	569,100	730,200	460,000	569,100	730,200	3.3%	0.0%	0.0%

资料来源: 华兴证券预测

估值

虽然 ES8 改款的表现强劲, 我们认为在竞争激烈的国内新能源车市场, 单款车型的热销态势是否能长期维持仍有较大不确定性。同时, 根据公司提出的经营费用目标 (10% 销管费率和 20-25 亿元的季度研发投入), 我们预计综合毛利率仍需维持近 20% 的水平才能实现经营利润转正, 我们认为这一目标对于国内车企而言仍具有挑战性。考虑到目前投资者对整车市场持续疲软的担忧, 我们将对蔚来的估值倍数下调至 0.8 倍 2026P/S (原为 0.9 倍) 并调整目标价至 5.80 美元 (原为 6.40 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	15.59	1,046	76,720	108,959	126,652	1.4	1.0	0.8
理想汽车	LI US	15.89	1,167	112,313	134,387	163,947	1.0	0.9	0.7
零跑汽车	9863 HK	42.68	530	64,732	102,539	125,924	0.8	0.5	0.4
平均值			914	216,209	323,791	394,886	1.1	0.8	0.7
蔚来汽车	NIO US	5.20	925	87,488	127,193	144,649	1.1	0.7	0.6

注: 1) 收盘价截至 2026 年 5 月 22 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，可能导致蔚来汽车的新能源车销量不及预期，对收入产生不利影响。
- **产能受到制约：**公司子品牌乐道和萤火虫的新车均于 2025 年 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，从而对收入产生不利影响。
- **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的步伐，则会使得竞争力下降，对收入造成不利。

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，毛利率的改善可能会超过预期。此外，公司也有可能继续大幅削减费用，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收入增长。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车销售	76,884	114,539	130,436	160,861
服务收入	10,604	12,654	14,213	14,923
营业收入	87,488	127,193	144,649	175,784
营业成本	(75,572)	(102,683)	(117,637)	(142,793)
毛利润	11,916	24,511	27,012	32,991
管理及销售费用	(26,693)	(27,545)	(29,479)	(31,565)
其中: 研发支出	(10,605)	(11,135)	(12,249)	(13,474)
息税前利润	(14,777)	(3,034)	(2,467)	1,426
息税折旧及摊销前利润	(8,902)	1,410	2,781	6,936
利息收入	762	500	505	400
利息支出	(885)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
税前利润	(14,821)	(1,634)	(972)	2,759
所得税	(122)	(250)	(200)	(220)
净利润	(15,571)	(2,574)	(2,072)	1,779
调整后净利润	(12,432)	126	728	3,579
基本每股收益 (RMB)	(7.02)	(1.53)	(1.23)	1.06
稀释每股调整收益 (RMB)	(5.47)	0.05	0.28	1.38

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	76,633	83,825	92,474	102,291
货币资金	11,274	11,134	12,247	13,472
应收账款	17,473	20,828	24,840	29,639
存货	8,531	15,473	16,246	17,059
其他流动资产	39,355	36,391	39,141	42,121
非流动资产	47,768	48,879	50,113	51,510
固定资产	25,828	27,119	28,475	29,899
无形资产	226	226	226	240
商誉	0	0	0	0
其他	21,714	21,534	21,412	21,371
资产	124,401	132,704	142,588	153,801
流动负债	78,583	86,526	95,320	101,521
短期借款	656	590	531	478
预收账款	0	1	1	2
应付账款	53,310	58,641	64,505	67,730
长期借款	8,626	8,799	8,975	9,154
非流动负债	24,500	24,746	25,103	25,473
负债	111,709	120,071	129,399	136,150
股份	4	4	5	5
资本公积	77,247	69,523	62,570	62,570
未分配利润	(72,363)	(64,637)	(57,041)	(52,665)
归属于母公司所有者权益	4,159	4,015	4,485	8,861
少数股东权益	8,533	8,618	8,704	8,790
负债及所有者权益	124,401	132,704	142,588	153,801

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	(15,571)	(2,574)	(2,072)	1,779
折旧摊销	5,875	4,444	5,247	5,510
利息 (收入) / 支出	(124)	(500)	(495)	(600)
其他非现金科目	5,000	5,000	5,000	5,000
其他	(6,675)	500	495	600
营运资本变动	(3,996)	(7,844)	1,705	2,046
经营活动产生的现金流量	(16,294)	519	11,043	15,645
资本支出	(4,374)	(6,360)	(6,678)	(7,012)
收购及投资	(25,262)	(20,210)	(16,168)	(16,168)
处置固定资产及投资	23,325	21,019	18,943	20,850
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(6,311)	(5,551)	(3,902)	(2,329)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	3,763	6,763	4,763	3,763
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	5,763	11,763	9,763	8,763
现金及现金等价物净增加额	(16,681)	6,892	17,064	22,240
自由现金流	(20,668)	(5,840)	4,365	8,634

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
新车交付量	326,028	475,007	569,100	730,200

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	33.1	45.4	13.7	21.5
毛利润	83.5	105.7	10.2	22.1
息税折旧及摊销前利润	52.9	115.8	97.2	149.4
净利润	31.3	83.5	19.5	185.9
调整后净利润	39.0	101.0	478.5	391.5
稀释每股调整收益	36.3	78.2	19.5	185.9
调整后稀释每股调整收益	44.8	100.9	472.8	386.6
盈利率 (%)				
毛利率	13.6	19.3	18.7	18.8
息税折旧摊销前利润率	(10.2)	1.1	1.9	3.9
息税前利润率	(16.9)	(2.4)	(1.7)	0.8
净利率	(17.8)	(2.0)	(1.4)	1.0
调整后净利率	(14.2)	0.1	0.5	2.0
净资产收益率	(374.3)	(64.1)	(46.2)	20.1
总资产收益率	(12.5)	(1.9)	(1.5)	1.2
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	0.8	0.8	0.8
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	743.8	129.9	26.7
市净率	20.9	23.0	20.8	10.6
市销率	1.0	0.7	0.6	0.5

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。

本报告所载的意见、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于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%。