

蔚来-SW (09866.HK)

期待销能转化、降本增效

Q3 收入符合预期，亏损小于预期。公司 2023Q3 实现交付 5.54 万辆，营收 191 亿元，同比/环比增长 46.6%/117.4%，符合指引。Q3 毛利率同比/环比 -5.3pct/+7.0pct 至 8%，其中汽车毛利率环比提升 4.8pct 至 11.0%，主要是由于高售价车型占比提升、零部件成本下降、规模效应、销售政策的精细化管理等原因。Q3 non-GAAP 归母净亏损 39 亿元，小于预期。公司 Q4 指引为销量 4.7-4.9 万辆，同比增长 17%-22%；收入 160.79-167.01 亿元，同比增长 0.1%-4%。

NIO Day 预计发布旗舰车型，后续销能有望逐步向销量转化。产品端，公司当前所有车型已完成基于 NT2.0 平台的代际切换，8 款产品全面进入高端纯电市场：1) SUV: ES8/ES7/ES6，2) CoupeSUV: EC6/EC7，3) 轿车: ET7/ET5/ET5T。展望明年，我们预计除了现有车型的小改款，明年 Q4 有望推出第二品牌阿尔卑斯的第一款新车。2025 年及以后，公司今年 12 月 23 日 NIO Day 上即将发布的全新旗舰车型有望于 2025 年上市，未来几年预计聚焦 3 个品牌、9 款核心产品。**销售端**，截至 Q3 业绩发布当日，包括快闪店在内，公司设有 460/468 家蔚来中心和蔚来空间，覆盖 152 个城市；拥有 314 家服务中心和 62 家交付中心，覆盖 217 个城市。目前销售顾问 5700 人，其中超过 3000 人是近期入职，形成销能需要一定时间，因此预计 Q4 整体销量不及此前预期。但随着销售新人的培训陆续完成，后续销量有望逐步提升。展望明年，我们预计 Q1 淡季销量仍然面临一定挑战，明年 Q2 有望逐步改善，预计明年全年销量有望达到 20 万以上。

开启换电合作，换电业务长期有望实现盈利。根据业绩发布会，当前 NIO Power 的充电业务已经基本实现了收支平衡，换电业务仍在亏损。11 月，蔚来将第二品牌的标准电池包开放，与长安汽车、吉利控股分别签署了换电合作协议，此外还有其他几家企业在谈判中。蔚来表示，未来将与更多的行业伙伴一起在换电电池标准建立、换电网络建设与共享、换电车型研发、电池资产管理机制等领域展开合作。在换电网络和品牌之间的关系方面，蔚来自身高端的 NIO 品牌会有专用换电网络，而第二品牌阿尔卑斯和第三方都可以使用共享换电网络，长期期望盈利。

收购江淮汽车部分资产，未来有望大幅降低制造成本。12 月 5 日，蔚来公告称与江淮汽车就收购某些生产设备和资产签订了确定性协议，将从江淮收购第一先进制造基地和第二先进制造基地的生产设备和资产，不含税总价约为人民币 31.6 亿元。展望未来，如果可以实现完全自产，蔚来汽车的整体制造成本有望下降 10%，从而在较大程度改善盈利性。除此之外，公司计划推迟或取消一些三年内不能提升公司财务表现的项目，例如原本规划的自研自制电池项目在现阶段修改为自主研发电芯和电池包、委托第三方生产制造。考虑到降本增效、一些项目的推迟或暂停、组织合并和精简，明年蔚来有望节省 20 亿元的投入。

投资建议：考虑到明年可预见的新车型数量有限，我们适当调整了业绩预测，预计公司 2023-2025 年销量约 15.9/20.7/28.3 万辆，总收入达 550/695/871 亿元，non-GAAP 净利润率约-30%/-14%/-6%。我们给予其目标市值至约 146 亿美元（1137 亿港元），对应约 1.5X 2024e P/S，约合港股（9866.HK）67.7 港元、美股（NIO.N）8.7 美元目标价，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、自由现金流转正慢于预期风险、上游零部件供应波动风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	36,136	49,269	54,968	69,476	87,059
增长率 yoy (%)	122.3	36.3	11.6	26.4	25.3
归母净利润（百万元）	-10,572	-14,559	-19,411	-12,585	-8,159
归母净利润率 (%)	-29%	-30%	-35%	-18%	-9%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-2,976	-11,984	-16,699	-9,854	-5,428
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-8%	-24%	-30%	-14%	-6%
P/S (倍)	2.5	1.8	1.6	1.3	1.0
P/B (倍)	2.4	3.6	6.7	13.1	18.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 12 月 8 日收盘价（以 2023 年 12 月 8 日收盘汇率计，美元兑人民币汇率 7.1607，港币兑人民币汇率 0.9168）

买入（维持）

股票信息

行业	智能驾驶和制造
前次评级	买入
12 月 8 日收盘价（港元）	57.80
总市值（百万港元）	104,259.71
总股本（百万股）	1,803.80
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	1.41

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

研究助理 刘玲

执业证书编号：S0680122080029

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《蔚来-SW (09866.HK)：产品陆续完成切换，销能逐步提升》2023-09-04
- 《蔚来-SW (09866.HK)：短期销量承压，换电布局加速》2023-03-04
- 《蔚来-SW (09866.HK)：新车型驱动交付增长，净亏损有望逐步收窄》2022-11-12



图表 1: 蔚来核心预测: 年度

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总销量 (台)	20565	43728	91429	122486	158593	207000	283400
ES8	9132	10861	20050	14380	15345	27200	27600
ES6	11433	27945	41474	42012	56055	81000	84000
EC6	-	4922	29905	17076	10149	20000	20000
ET7	-	-	-	23046	5592	4000	4000
ET5	-	-	-	11814	40217	20000	20000
ES7	-	-	-	14158	6519	2400	2400
EC7	-	-	-	-	3339	2400	2400
ET5T	-	-	-	-	20677	38000	38000
其他新车型&海外销售	-	-	-	-	700	7000	8000
副品牌新车型	-	-	-	-	-	5000	77000
总收入 (百万元)	7,825	16,258	36,136	49,269	54,968	69,476	87,059
车辆销售	7367	15183	33170	45507	48819	63416	80735
服务及其他	458	1075	2967	3762	6150	6060	6323
毛利 (百万元)	-1,199	1,873	6,821	5,144	3,706	9,572	14,529
车辆销售	-729	1927	6653	6235	5081	10452	14892
服务及其他	-470	-53	168	-1091	-1375	-881	-363
毛利率	-15%	12%	19%	10%	7%	14%	17%
车辆销售	-10%	13%	20%	14%	10%	16%	18%
服务及其他	-103%	-5%	6%	-29%	-22%	-15%	-6%
销售及管理费用率	-70%	-24%	-19%	-21%	-21%	-15%	-12%
研发费用率	-57%	-15%	-13%	-22%	-23%	-19%	-15%
净利润 (百万元)	-11,296	-5,304	-4,017	-14,437	-19,136	-12,297	-7,872
净利润率	-146%	-35%	-29%	-30%	-35%	-18%	-9%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-10,953	-5,112	-2,976	-11,984	-16,699	-9,854	-5,428
Non-GAAP 净利润率	-140%	-31%	-8%	-24%	-30%	-14%	-6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 蔚来核心预测: 季度

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
总销量 (台)	31041	23520	55432	48600	45700	52100	52100	57100
ES8	919	1301	6425	6700	6500	6900	6900	6900
ES6	4573	5867	27615	18000	18000	21000	21000	21000
EC6	1765	132	1252	7000	5000	5000	5000	5000
ET7	1908	1693	991	1000	1000	1000	1000	1000
ET5	18703	9996	6518	5000	5000	5000	5000	5000
ES7	3170	1670	1079	600	600	600	600	600
EC7	3	1,522	1,214	600	600	600	600	600
ET5T	-	1339	10338	9000	8000	10000	10000	10000
其他新车型&海外销售	-	-	-	700	1000	2000	2000	2000
副品牌新车型	-	-	-	-	-	-	-	5000
总收入 (百万元)	10,676	8,772	19,067	16,453	15,482	17,623	17,628	18,744
车辆销售	9224	7185	17409	15000	14115	16065	16065	17171
服务及其他	1452	1587	1658	1453	1367	1558	1563	1573
毛利 (百万元)	162	87	1,523	1,934	1,959	2,357	2,486	2,770
车辆销售	467	447	1917	2250	2202	2603	2699	2949
服务及其他	-305	-360	-394	-316	-243	-246	-213	-179
毛利率	2%	1%	8%	12%	13%	13%	14%	15%
车辆销售	5%	6%	11%	15%	16%	16%	17%	17%
服务及其他	-21%	-23%	-24%	-22%	-18%	-16%	-14%	-11%
销售及管理费用率	-23%	-33%	-19%	-17%	-16%	-16%	-15%	-14%
研发费用率	-29%	-38%	-16%	-20%	-20%	-19%	-18%	-17%
净利润 (百万元)	-4,740	-6,056	-4,557	-3,614	-3,226	-3,351	-2,977	-2,744
净利润率	-45%	-70%	-24%	-22%	-21%	-19%	-17%	-15%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-4,142	-5,437	-3,948	-3,002	-2,616	-2,740	-2,366	-2,133
Non-GAAP 净利润率	-39%	-62%	-21%	-18%	-17%	-16%	-13%	-11%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

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