

蔚来-SW (09866.HK)

产品陆续完成切换, 销能逐步提升

Q2 收入符合预期, 7-8 月交付近 4 万。公司 2023Q2 实现交付 2.35 万辆, 营收 88 亿元, 同比/环比减少 14.8%/17.8%, 符合指引。Q2 毛利率同比/环比下降 12pct/0.5pct 至 1%, 其中汽车毛利率环比提升 1.2pct 至 6.2%, 主要是由于部分老车型促销折扣减少。Q2 non-GAAP 归母净亏损 54 亿元。公司 Q3 指引为销量 5.5-5.7 万辆, 同比增长 74%-80%; 收入 189-195 亿元, 同比增长 45%-50%。

产品陆续完成切换, 全面提升销售能力。1) **产品端**, 新款 ES6/ET5T/新款 ES8 陆续于 5-6 月上市交付, 成为当前销售主力, 预计新款 EC6 也将于 9 月发布。届时公司将搭建基于 NT2.0 平台的几类产品矩阵: 1) SUV: ES8/ES7/ES6, 2) CoupeSUV: EC6/EC7, 3) 轿车: ET7/ET5/ET5T。此外, 公司第二品牌阿尔卑斯定位 30 万以下大众市场, 预计 2024H2 发布, 有望助力长期销量增长。2) **销售端**, 公司从 7 月开始, 更积极地拓展用户触点和销售渠道, 进一步扩充全国销售团队, 按照 3 万辆/月的目标来扩展网点和销售团队; 并在 Q3 完成销售团队的组织架构调整, 对每一款车型建立了专门的销售团队。我们预计, 随着新产品逐步放量、销售能力逐步提升, 公司 Q4 交付量有望超过 6 万台, 全年销量有望超过 17 万台。

剥离换电权益、加速布局充换电网络, 智驾迭代稳步推进。1) **补能网络端**: 公司加速布局、升级换电站, 一方面将进一步强化“换电”模式下本就优异的补能体验; 另一方面也将通过渠道下沉, 吸引低线城市购车需求, 两者结合, 有望助力销量增长。根据公司业绩会, 目前公司累计布局的换电站数量已增长到 1747 座, 全年换电站数量有望快速提升至 2400 座; 也已经累计部署超过 7900 根超充电桩、9700 根目的地充电桩。2) **智能驾驶端**: 蔚来增强领航辅助功能 NOP+ 已于 7 月 1 日正式上市, 开启订阅, 根据公司业绩会, 目前 NOP+ 的开通用户数超过 10 万, 累计行驶里程超过 8000 万公里。用户使用 NOP+ 驾驶的里程渗透率在覆盖的路段达到了 53%。包含城区的全域增强领航辅助功能也已经在上海和北京展开了多轮先锋用户的长线体验。

产品结构改善、规模效应、上游成本控制等因素驱动下, 毛利率有望逐步修复。由于 Q2 生产量和销量仍然较低, 公司毛利率处于低点, 录得 1%。其中车辆销售毛利率为 6.2%, 环比提升 1.2pct。展望未来, 我们认为下半年公司毛利率有望逐步改善, 主要的驱动因素包括: 1) 产品结构改善, 高毛利率的 ES8 产品占比逐渐提升; 2) 新车型逐步上量、销售能力逐步提升, 3Q-4Q 有望受益于规模效应; 3) 上游电池等零部件产品价格下降。公司 Q2 研发费用率为 38%, 研发费用净额为 33 亿元, 后续公司计划控制季度研发投入净额在 30-35 亿元左右。公司 Q2 销管费用率为 33%, 虽对销售人员的激励增加, 但随销售规模提升, 销管费用率仍有较大下降空间。

投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年销量约 17.6/30.3/43.6 万辆, 总收入达 634/1140/1462 亿元, non-GAAP 净利润率约 -28%/-11%/-3%。我们给予其目标市值至约 314 亿美元(2461 亿港元), 对应约 2X 2024e P/S, 约合港股 (9866.HK) 153 港元、美股 (NIO.N) 19 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	63,422	113,979	146,157
增长率 YoY(%)	122.3	36.3	28.7	79.7	28.2
归母净利润(百万元)	-10,572	-14,315	-20,640	-15,220	-7,155
归母净利润率(%)	-29%	-29%	-33%	-13%	-5%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-2,976	-11,739	-17,939	-12,504	-4,445
Non-GAAP 归母净利润率(%)	-8%	-24%	-28%	-11%	-3%
P/S(倍)	3.7	2.7	2.1	1.2	0.9
P/B(倍)	3.6	5.4	14.4	-19.5	-9.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
8 月 31 日收盘价(港元)	83.75
总市值(百万港元)	151,068.35
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)	1.59

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): 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
- 《蔚来-SW (09866.HK): 率先进入新车型周期, Q4 交付有望开启加速》2022-09-09



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	63641	59150	43089	63009	54543	营业收入	36136	49269	63422	113979	146157
现金及现金等价物	15334	19888	11890	15570	19150	营业成本	29315	44125	60033	101291	125885
短期投资净额	37058	19171	19171	19171	19171	毛利润	6821	5144	3388	12688	20272
应收账款	2798	5118	5100	7565	8675	研发费用	4592	10836	13161	13816	13293
存货	2056	8191	147	13922	765	销售及管理费用	6878	10537	12288	15048	15184
其他流动资产	6396	6782	6782	6782	6782	其他经营性损益	152	589	368	160	160
非流动资产	19242	37114	40226	39077	37828	营业利润 (亏损)	-4496	-15641	-21694	-16015	-8044
固定资产	7400	15659	18770	17621	16373	财务收入	912	1477	1665	1351	1495
资产使用权	2988	7374	7374	7374	7374	财务支出	637	313	353	393	432
无形资产	0	0	0	0	0	联营公司亏损	-63	-378	-46	-43	-43
长期投资	3059	6356	6356	6356	6356	其他非经营性收益	522	1259	1071	447	552
其他非流动资产	5795	7725	7725	7725	7725	利润总额	-3975	-14382	-20876	-15466	-7419
资产总计	82884	96264	83315	102086	92371	所得税	42	55	26	19	0
流动负债	29198	45852	44805	76061	70766	净利润	-4017	-14437	-20902	-15485	-7419
短期借款	5230	4039	4039	4039	4039	可赎回少数股东权益的增益	-6587	-279	-297	-299	-299
应付账款	12639	25224	24804	37096	39834	少数股东损益	-31	-157	-34	-34	-34
应付账款	7202	13654	13027	31991	23958	归属普通股股东净利润	-10572	-14315	-20640	-15220	-7155
其他流动负债	4128	2935	2935	2935	2935	调整后归属普通股股东净利	-2976	-11739	-17939	-12504	-4445
非流动负债	15622	22765	25765	28765	31765						
长期借款	9739	10886	13886	16886	19886						
其他非流动负债	5883	11879	11879	11879	11879						
负债合计	44820	68617	70570	104826	102531						
资本公积	92467	94593	100593	100593	100593						
未分配利润	-55634	-69914	-90851	-106369	-113823						
累计其他综合损益	-276	1036	1036	1036	1036						
归属母公司股东权益	34710	23868	8932	-6587	-14041						
少数股东权益	76	221	256	290	324						
可赎回非控股股东权益	3278	3557	3557	3557	3557						
可赎回及权益总额	38063	27647	12745	-2740	-10159						
负债和权益总额	82884	96264	83315	102086	92371						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1966	-3866	-8967	4730	4188
净利润	-4017	-14437	-20902	-15485	-7419
固定资产折旧	2352	2852	4918	5199	4856
无形资产摊销	1010	2296	0	0	0
营运资金变动	2693	4444	7016	15016	6751
其他经营现金流	-71	979	0	0	0
投资活动现金流	-39765	10385	-8030	-4050	-3608
资本开支	-4079	-6973	-8030	-4050	-3608
其他投资现金流	-35686	17358	0	0	0
筹资活动现金流	18129	-1616	9000	3000	3000
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	12678	0	0	0	0
其他筹资现金流	5451	-1616	9000	3000	3000
现金净增加额	-20171	4781	-7997	3680	3580

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	122.3	36.3	28.7	79.7	28.2
营业利润(%)	-2.4	247.9	38.7	-26.2	-49.8
归属于母公司净利润(%)	-41.8	294.5	52.8	-30.3	-64.4
获利能力					
毛利率(%)	18.9	10.4	5.3	11.1	13.9
净利率(%)	-8.2	-23.8	-28.3	-11.0	-3.0
ROE(%)	-8.6	-49.2	-200.8	189.8	31.7
ROIC(%)	-12.2	-19.8	-83.3	-829.6	297.4
偿债能力					
资产负债率(%)	54.1	71.3	84.7	102.7	111.0
净负债比率(%)	-29.1	-66.4	-87.9	175.1	107.6
流动比率	2.2	1.3	1.0	0.8	0.8
速动比率	2.2	1.3	1.0	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	1.2	1.5
应收账款周转率	18.4	12.4	12.4	18.0	18.0
应付账款周转率	3.1	2.3	2.4	3.3	3.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.9	-7.3	-11.2	-7.8	-2.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.7	-2.5	-5.6	2.9	2.6
每股净资产(最新摊薄)	22.1	14.9	5.6	-4.1	-8.7
估值比率					
P/S	3.7	2.7	2.1	1.2	0.9
P/B	3.6	5.4	14.4	-19.5	-9.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

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	175661	303200	436200
ES8	9132	10861	20050	14380	15220	27200	27200
ES6	11433	27945	41474	42012	66440	108000	108000
EC6	-	4922	29905	17076	4797	12000	12000
ET7	-	-	-	23046	6801	7600	7600
ET5	-	-	-	11814	56699	60000	60000
ES7	-	-	-	14158	7040	4400	4400
其他新车型	-	-	-	-	18664	79000	92000
副品牌新车型	-	-	-	-	-	5000	125000
总收入 (百万元)	7,825	16,258	36,136	49,269	63,422	113,979	146,157
车辆销售	7367	15183	33170	45507	52215	93836	124935
服务及其他	458	1075	2967	3762	11207	20143	21222
毛利 (百万元)	-1,199	1,873	6,821	5,144	3,388	12,688	20,272
车辆销售	-729	1927	6653	6235	5654	15011	20965
服务及其他	-470	-53	168	-1091	-2266	-2323	-693
毛利率	-15%	12%	19%	10%	5%	11%	14%
车辆销售	-10%	13%	20%	14%	11%	16%	17%
服务及其他	-103%	-5%	6%	-29%	-20%	-12%	-3%
销售及管理费用率	-70%	-24%	-19%	-21%	-19%	-13%	-10%
研发费用率	-57%	-15%	-13%	-22%	-21%	-12%	-9%
净利润 (百万元)	-11,296	-5,304	-4,017	-14,437	-20,902	-15,485	-7,419
净利润率	-146%	-35%	-29%	-29%	-33%	-13%	-5%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-10,953	-5,112	-2,976	-11,739	-17,939	-12,504	-4,445
Non-GAAP 净利润率	-140%	-31%	-8%	-24%	-28%	-11%	-3%

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

	22Q3	22Q4	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
总销量 (台)	31607	40052	31041	23520	55300	65800	69800	72800	77800	82800
ES8	4378	1980	919	1301	6000	7000	6800	6800	6800	6800
ES6	12850	5628	4573	5867	27000	29000	27000	27000	27000	27000
EC6	3337	1380	1765	132	600	2300	3000	3000	3000	3000
ET7	8527	7607	1908	1693	1300	1900	1900	1900	1900	1900
ET5	-	11592	18703	9996	13000	15000	15000	15000	15000	15000
ES7	-	11865	3170	1670	1100	1100	1100	1100	1100	1100
其他新车型	-	-	3	2861	6300	9500	15000	18000	23000	23000
副品牌新车型	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5000
总收入 (百万元)	13,002	16,064	10,676	8,772	19,494	24,479	26,228	27,481	29,575	30,695
车辆销售	11933	14759	9224	7185	15764	20041	21520	22570	24320	25426
服务及其他	1069	1304	1452	1587	3730	4438	4708	4911	5255	5269
毛利 (百万元)	1,735	622	162	87	962	2,177	2,623	2,943	3,381	3,741
车辆销售	1954	1010	467	447	1734	3006	3314	3566	3940	4191
服务及其他	-219	-388	-305	-360	-772	-829	-691	-623	-559	-449
毛利率	13%	4%	2%	1%	5%	9%	10%	11%	11%	12%
车辆销售	16%	7%	5%	6%	11%	15%	15%	16%	16%	16%
服务及其他	-21%	-30%	-21%	-23%	-21%	-19%	-15%	-13%	-11%	-9%
销售及管理费用率	-21%	-22%	-23%	-33%	-17%	-15%	-14%	-14%	-13%	-12%
研发费用率	-23%	-25%	-29%	-38%	-17%	-14%	-13%	-13%	-12%	-11%
净利润 (百万元)	-4,111	-5,786	-4,740	-6,056	-5,425	-4,682	-4,464	-4,105	-3,802	-3,197
净利润率	-32%	-36%	-45%	-70%	-28%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-3,459	-5,054	-4,142	-5,437	-4,817	-4,068	-3,854	-3,493	-3,190	-2,585
Non-GAAP 净利润率	-27%	-31%	-39%	-62%	-25%	-17%	-15%	-13%	-11%	-8%

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