今日焦點：

▶ 蔚來（9866 HK，股價38.14港元，市值887億港元）業績優於預期，受惠產品組合優化及成本控制

蔚來是中國領先的電動車製造商。公司公佈2025年第四季度業績，收入達人民幣347億元（按年增長76%/按季增長59%），經營利潤為人民幣8.07億元，淨利潤為人民幣2.83億元，標誌著公司首次實現季度盈利。收入及盈利均優於市場預期及管理層早前給出的指引。

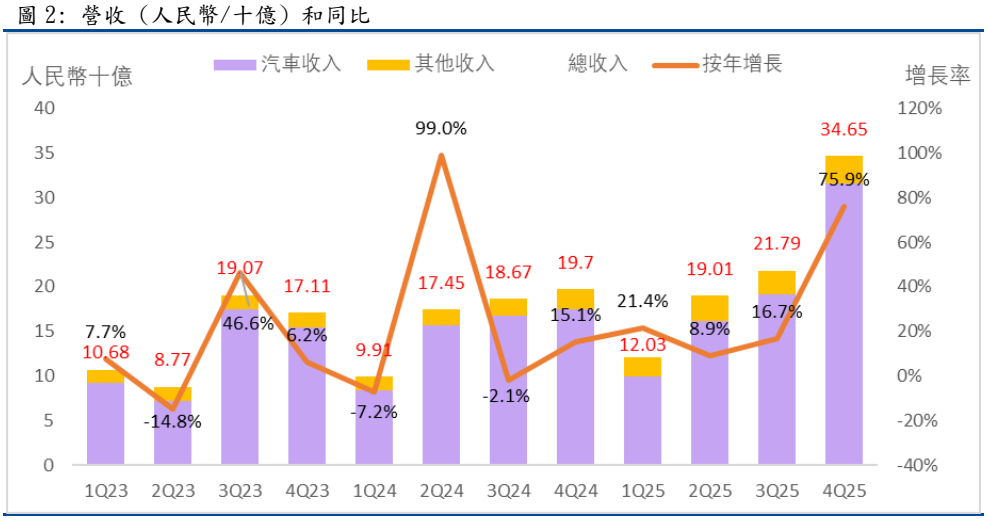
圖 1：數據環比和按年同比（人民幣/十亿）

9866.HK 蔚來汽車	4Q24		3Q25		4Q25			
	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入	按年同比	按季度比
總收入	19.70		21.79		34.7		76%	59%
成本	17.39		18.77		28.6		64%	52%
毛利潤	**2.31**	**11.7%**	**3.02**	**13.9%**	**6.1**	**17.5%**	**5.8 ppt**	**3.6 ppt**
研發費用	3.64	18%	2.39	11%	2.0	6%	-44%	-15%
銷售和管理費用	4.88	25%	4.18	19%	3.5	10%	-27%	-15%
運營費用	8.52	43%	6.57	30%	5.6	16%	-25%	-15%
核心經營利潤	**(6.2)**	**-32%**	**(3.6)**	**-16%**	**0.5**	**1%**	**TA**	**TA**
經營利潤	**(6.0)**	**-31%**	**(3.5)**	**-16%**	**0.81**	**2%**	**TA**	TA

資料來源：公司數據，新華滙富

汽車業務收入受銷量強勁及產品組合優化帶動：汽車業務收入達人民幣316億元（按年增長81%/按季增長65%），高於市場預期的人民幣306億元，主要受惠於12.4萬輛的交付量（按年增長72%/按季增長43%）。全新品牌「樂道」及「螢火蟲」在2025年第四季度保持穩定增長，而蔚來主品牌則依賴ES8車型的銷售。透過優化產品組合，汽車平均售價提升至人民幣25.3萬元，其中高價值車型ES8佔總銷量32%。因此，汽車毛利率提升至18.1%，創三年新高。其他業務收入亦穩健增長，達人民幣30.4億元（按年增長36.6%/按季增長17.5%），毛利率提升至11.0%的歷史新高。在汽車毛利率提升及其他業務盈利能力改善的支持下，整體毛利率上升至17.5%，同樣為三年新高。

圖 2：營收（人民幣/十億）和同比



資料來源：公司數據，新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,959	2.2%	1.3%
中資企業指數	8,710	1.5%	-2.3%
紅籌指數	4,317	0.1%	7.5%
滬深300指數	4,674	1.3%	1.0%
上海A股	4,324	0.6%	5.1%
上海B股	266	-0.1%	5.1%
深圳A股	2,856	1.8%	7.9%
深圳B股	1,228	1.0%	-2.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	47,706	-0.1%	-0.7%
標普500	6,781	-0.2%	-0.9%
美國納斯達克指數	22,697	0.0%	-2.3%
日經平均指數	55,396	2.1%	10.0%
英國富時指數	10,412	1.6%	4.8%
法國證商公會指數	8,057	1.8%	-1.1%
德國法蘭克福指數	23,968	2.4%	-2.1%

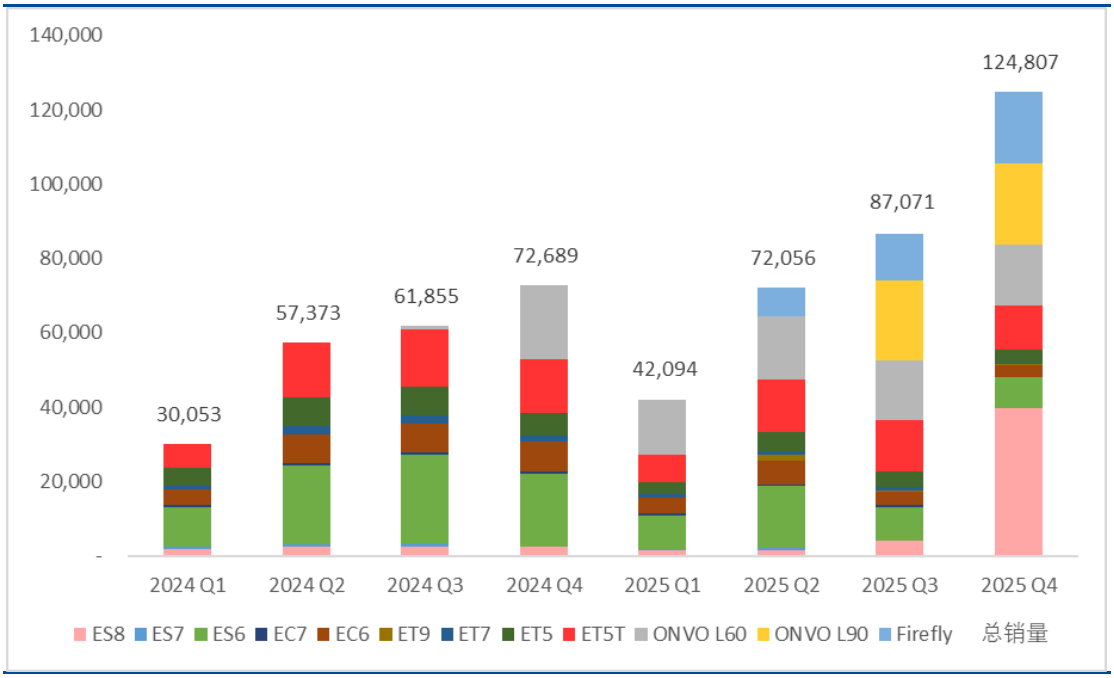
商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	（美元/盎司）	5,191	1.0%	20.6%
銅價	（美元/盎司）	2,801	1.9%	10.1%
銀價	（美元/盎司）	88	1.6%	23.8%
原油	（美元/桶）	83	-11.9%	44.9%
銅價	（美元/盎司）	13,140	2.2%	5.8%
鋁價	（美元/盎司）	3,406	-1.2%	13.7%
鉛價	（美元/盎司）	2,202	0.8%	7.6%
鋅價	（美元/盎司）	3,345	1.4%	7.3%
小麥	（美分/蒲式耳）	584	-4.3%	15.3%
玉米	（美分/蒲式耳）	452	-0.3%	1.1%
糖	（美分/磅）	114	-10.0%	
黃豆	（美分/蒲式耳）	1,201	0.5%	13.8%
PVC	（美元/噸）	5,274	-2.7%	25.0%
CRB 指數		348	-1.2%	3.0%
BDI				10.1%

匯率

	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	158.1	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.2	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.1		183.5	1.1	8.0
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	203.0		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.0	0.1	

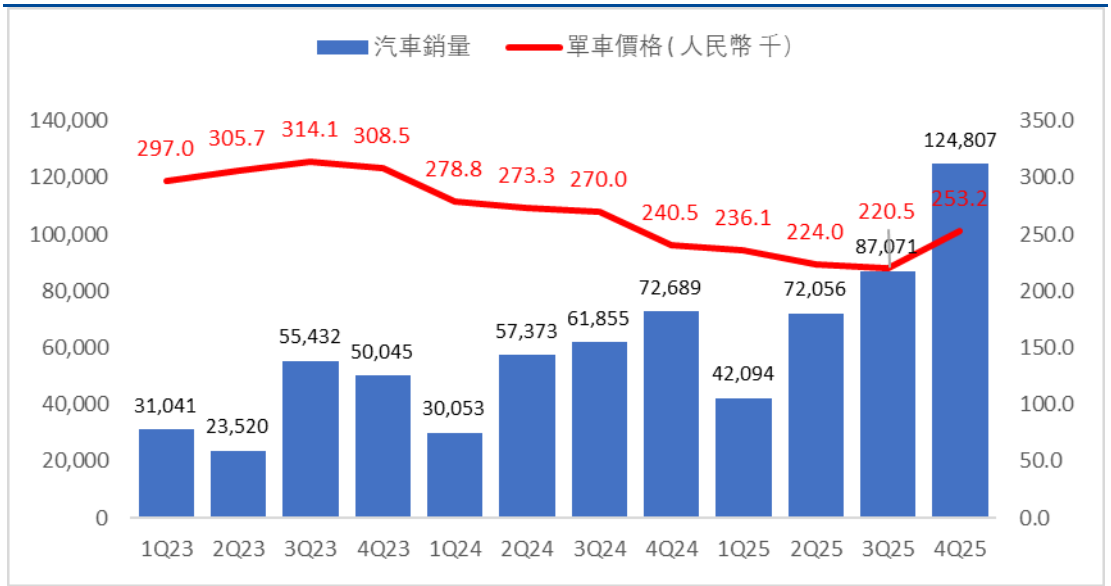
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 – 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	24	5.8%

圖 3：汽車產品銷量結構



資料來源：公司數據，新華滙富

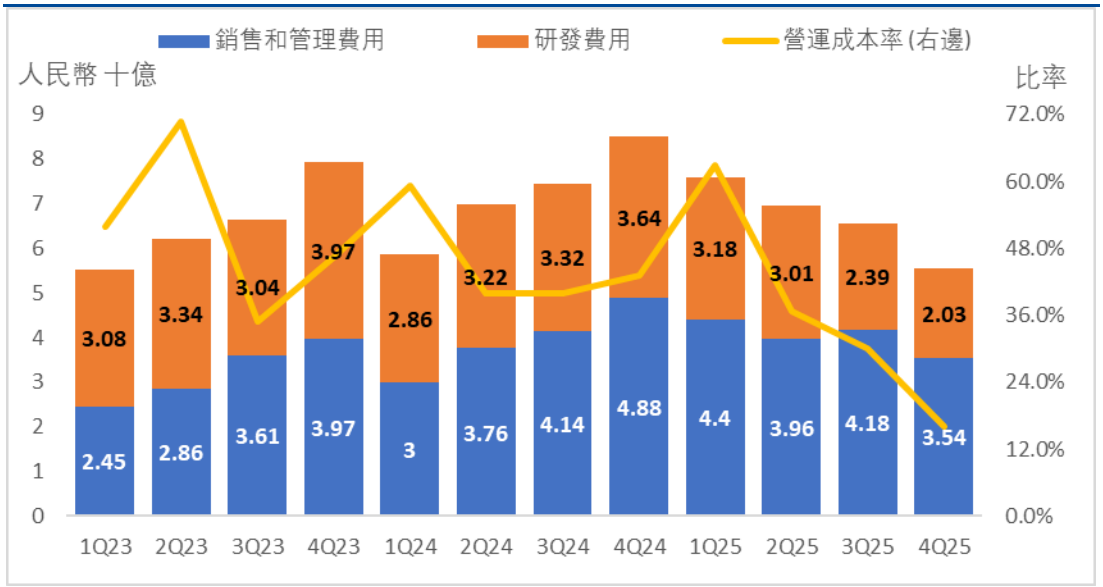
圖 4：汽車銷量和單車價格



資料來源：公司數據，新華滙富

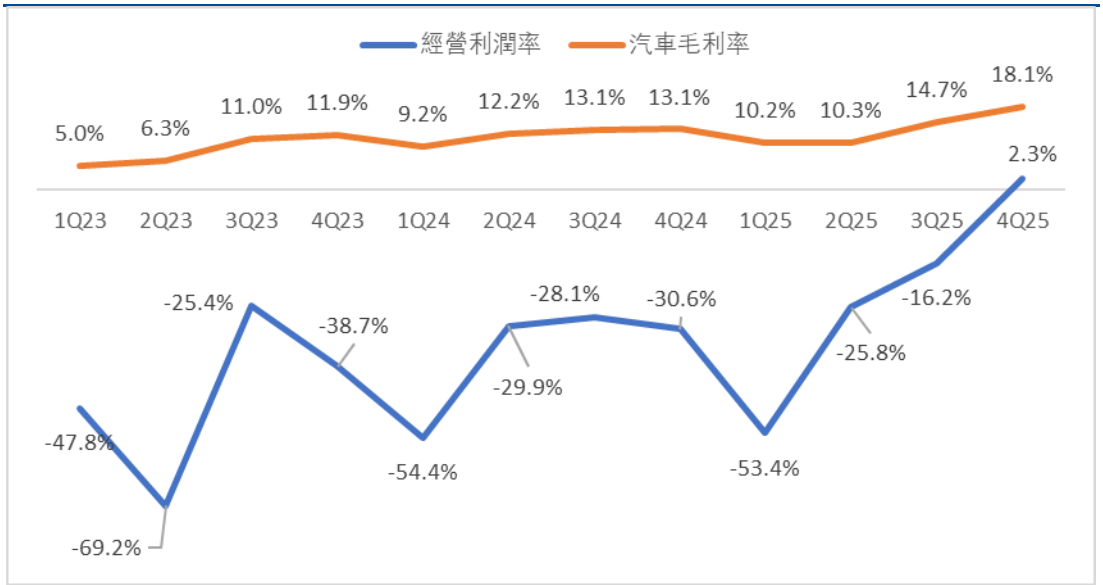
核心經營利潤首次轉正：核心經營利潤達人民幣5.1億元，主要受惠於更好的成本控制及更強的營運槓桿。營運開支降至人民幣55.6億元（按年下降35%/按季下降15%），令營運開支比率降至16.1%的歷史低位。經營利潤亦超出早前人民幣2億至7億元的指引。現金流改善，現金餘額按季增加人民幣92億元至人民幣459億元。

圖 5: 營運費用拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6: 營業利潤拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

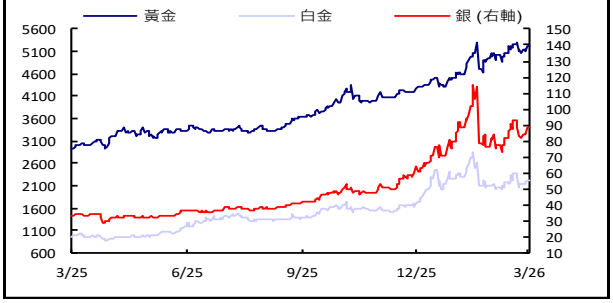
業務展望：管理層預計2026年第一季度交付量為8萬至8.3萬輛，按年增長90.1%至97.2%。2026年，蔚來計劃推出三款新車型，包括2026年第二季度推出的ES9、2026年第三季度基於ES8平台推出的大型五座SUV，以及2026年第二季度推出的樂道L80。連同樂道L90及熱銷的新款ES8，這些車型預計將支持今年銷量穩健增長。雖然銅及碳酸鋰等原材料價格上升及波動可能對成本及毛利率構成壓力，但管理層維持全年銷量增長目標40%至50%，以及實現全年非公認會計原則盈利的目標，主要受惠於高毛利大型車型佔比提升。

我們的觀點：蔚來2025年第四季度的業績優於預期，主要受成本控制帶動，因為交付量的增長已大致被市場消化。展望2026年第一季度，8萬至8.3萬輛的交付指引略低於市場預期的8.9萬輛，可能反映ES8短期產能限制及其他車型銷量較弱。2026年第一季度後，今年電動車稅務優惠減少可能放緩需求增長並加劇競爭。同時，公司自主研發的自動駕駛晶片正在探索其他應用，可能帶來新的收入來源。該股目前對應2026年預測市銷率0.7倍。（研究部）

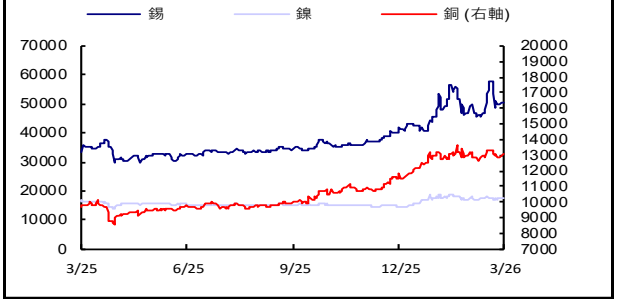
蔚來汽車 (HK 9866)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
單位：人民幣 十億												
總營收	10.68	8.77	19.07	17.11	9.91	17.45	18.67	19.7	12.03	19.01	21.79	34.65
同比增長	7.7%	-14.8%	46.6%	6.2%	-7.2%	99.0%	-2.1%	15.1%	21.4%	8.9%	16.7%	75.9%
環比增長		-17.9%	117.4%	-10.3%	-42.1%	76.1%	7.0%	5.5%	-38.9%	58.0%	14.6%	59.0%
毛利潤	0.16	0.1	1.52	1.28	0.49	1.96	2.01	2.31	0.76	1.9	3.02	6.07
毛利率	1.5%	1.1%	8.0%	7.5%	4.9%	11.2%	10.8%	11.7%	6.3%	10.0%	13.9%	17.5%
銷售和管理費用	2.45	2.86	3.61	3.97	3	3.76	4.14	4.88	4.4	3.96	4.18	3.54
占比	22.9%	32.6%	18.9%	23.2%	30.3%	21.5%	22.2%	24.8%	36.6%	20.8%	19.2%	10.2%
研發費用	3.08	3.34	3.04	3.97	2.86	3.22	3.32	3.64	3.18	3.01	2.39	2.03
占比	28.8%	38.1%	15.9%	23.2%	28.9%	18.5%	17.8%	18.5%	26.4%	15.8%	11.0%	5.8%
營業費用	5.53	6.20	6.65	7.94	5.86	6.98	7.46	8.52	7.58	6.97	6.57	5.56
營業費用率	51.8%	70.7%	34.9%	46.4%	59.1%	40.0%	40.0%	43.2%	63.0%	36.7%	30.2%	16.1%
經營利潤	-5.11	-6.07	-4.84	-6.63	-5.39	-5.21	-5.24	-6.03	-6.42	-4.91	-3.52	0.81
經營利潤率	-47.9%	-69.0%	-129.5%	-39.0%	-54.4%	-30.0%	-28.1%	-30.6%	-53.5%	-53.5%	-53.5%	2.3%
汽車利潤	9.22	7.19	17.41	15.44	8.38	15.68	16.7	17.48	9.94	16.14	19.2	31.6
同比增長	-0.2%	-24.9%	45.9%	4.6%	-9.1%	118.1%	-4.1%	13.2%	18.6%	2.9%	15.0%	80.8%
環比增長	-37.5%	-22.0%	142.1%	-11.3%	-45.7%	87.1%	6.5%	4.7%	-43.1%	62.4%	19.0%	64.6%
汽車成本	8.76	6.74	15.49	13.6	7.61	13.77	14.52	15.19	8.93	14.48	16.38	25.9
銷售車輛	31,041	23,520	55,432	50,045	30,053	57,373	61,855	72,689	42,094	72,056	87,071	124,807
同比增長	20.5%	-6.1%	75.4%	25.0%	-3.2%	143.9%	11.6%	45.2%	40.1%	25.6%	40.8%	71.7%
環比增長	-22.5%	-24.2%	135.7%	-9.7%	-39.9%	90.9%	7.8%	17.5%	-42.1%	71.2%	20.8%	43.3%
汽車毛利潤	0.46	0.45	1.92	1.84	0.77	1.91	2.18	2.29	1.01	1.66	2.82	5.73
汽車毛利率	5.0%	6.3%	11.0%	11.9%	9.2%	12.2%	13.1%	13.1%	10.2%	10.3%	14.7%	18.1%
單車價格	297.0	305.7	314.1	308.5	278.8	273.3	270.0	240.5	236.1	224.0	220.5	253.2
單車成本	282	287	279	272	253	240	235	209	212	201	188	207
單車毛利潤	15	19	35	37	26	33	35	32	24	23	32	46
同比增長					72.9%	74.0%	1.8%	-14.3%	-6.4%	-30.8%	-8.1%	45.7%
環比增長		29.1%	81.0%	6.1%	-30.3%	29.9%	5.9%	-10.6%	-23.8%	-4.0%	40.6%	41.8%
其他營收	1.45	1.59	1.66	1.66	1.53	1.77	1.98	2.23	2.1	2.87	2.59	3.0
其他毛利潤	-0.3	-0.36	-0.39	-0.56	-0.28	-0.22	-0.17	0.02	-0.09	0.24	0.2	0.4
毛利率	-20.7%	-22.6%	-23.5%	-33.7%	-18.3%	-12.4%	-8.6%	0.9%	-4.3%	8.4%	7.7%	11.9%
現金及等價物，受限制現金，短期投資和長	37.8	41.6	45.2	57.3	45.3	41.6	42.2	41.9	26	27.2	36.7	45.9

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

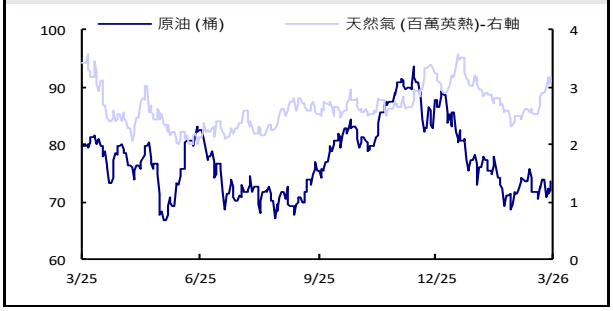
貴金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
黃金（盎司）	5242	20.8	20.8	79.5
白金（盎司）	2234	9.8	9.8	128.1
銀（盎司）	89	26.2	26.2	170.9



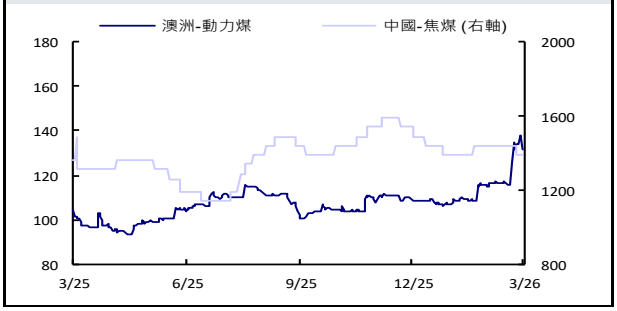
有色金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
銅（噸）	13140	5.8	5.8	36.0
鎳（噸）	17488	5.1	5.1	6.0
錫（噸）	50439	24.4	24.4	52.1



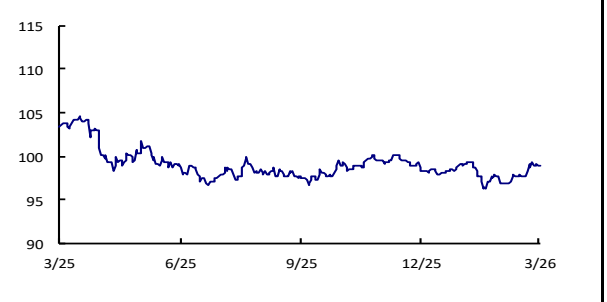
能源	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
原油（桶）	83.5	45.3	45.3	26.0
天然氣（百萬英熱）	3.0	(18.1)	(18.1)	(32.2)



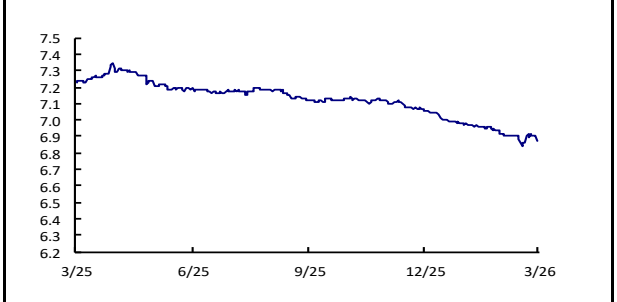
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國－焦煤（RMB/t）	1390.0	(3.5)	(3.5)	2.2
澳洲動力煤（US$/t）	131.6	22.4	22.4	25.4



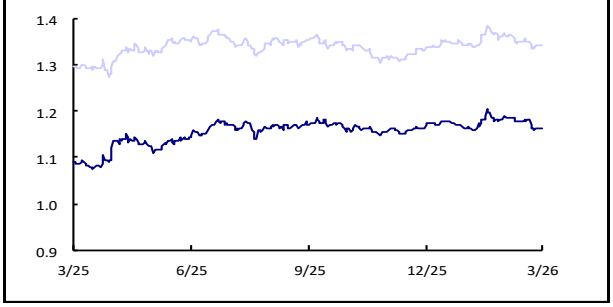
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.8	0.5	0.5	(4.4)



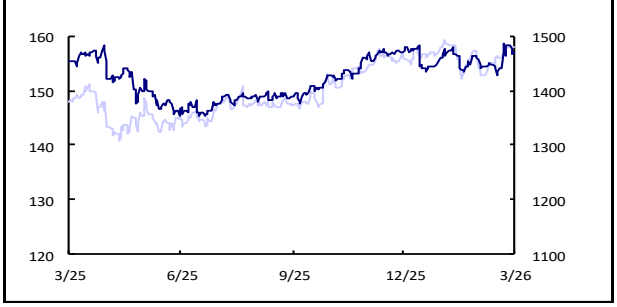
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(1.7)	(1.7)	(5.0)



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.1)	(1.1)	6.3
英鎊	1.3	(0.4)	(0.4)	3.6



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
日元	158.1	0.9	0.9	6.9
韓圜	1466.1	1.5	1.5	0.9



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
生產者物價指數	月		26年3月18日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
工廠訂單	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月12日
貿易收支	月		26年3月12日
批發庫存	月		26年3月19日
就業報告	月		26年4月3日
消費者物價指數	月		26年3月11日
零售業銷售額	月		26年4月1日
成屋銷售量	月		26年3月10日
工業生產指數	月		26年3月16日
國內生產毛額	季		26年3月13日
消費者信心指數	月		26年3月31日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年4月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年3月11日
工業生產報告	月		26年3月16日
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年5月5日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員	電郵	電話
王學宏（Howard Wong）	howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
李旭佳（Alan Li）	alan.li@sunwahkingsway.com	(852)22837306

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

上市法團名稱	大股東名稱	買入 / 賣出或涉及的股份數目	每股的平均價
NIU Holdings Ltd.	馬卡羅維塔利	350,000(L)	HKD 0.1999
德林控股集團有限公司	DA Wolf Investments I Limited	2,000,000(L)	HKD 1.0300
德林控股集團有限公司	陳寧迪	2,000,000(L)	HKD 1.0300
德永佳集團有限公司	潘彬澤	1,256,000(L)	HKD 1.1292
數科集團控股有限公司	QH Technology Holdings Limited	70,000,000(L)	HKD 0.5700
數科集團控股有限公司	刘霞	70,000,000(L)	HKD 0.5700
數科集團控股有限公司	羅冬梅	50,000,000(L)	HKD 0.5700
數科集團控股有限公司	闫威	70,000,000(L)	HKD 0.5700
香港交易及結算所有限公司	陳翊庭	67,190(L)	HKD 0.0000

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam