

今日焦點:

▶ 蔚來 (9866 HK, 港幣42.36元, 市值1,050億港元) 回歸高端市場

蔚來是中國領先的電動車製造商。2026年第一季收入為人民幣255億元 (按年增長112%, 按季下跌26%), 高於公司指引, 但略低於市場共識。經營虧損為人民幣3.1億元, 遠優於市場預期的虧損10億元。儘管面對季節性疲弱的季度, 以及行業整體國內銷量下跌20%, 蔚來憑藉高利潤率的产品組合, 交出穩健的業績。

圖 1: 數據環比和按年同比 (人民幣/十億)

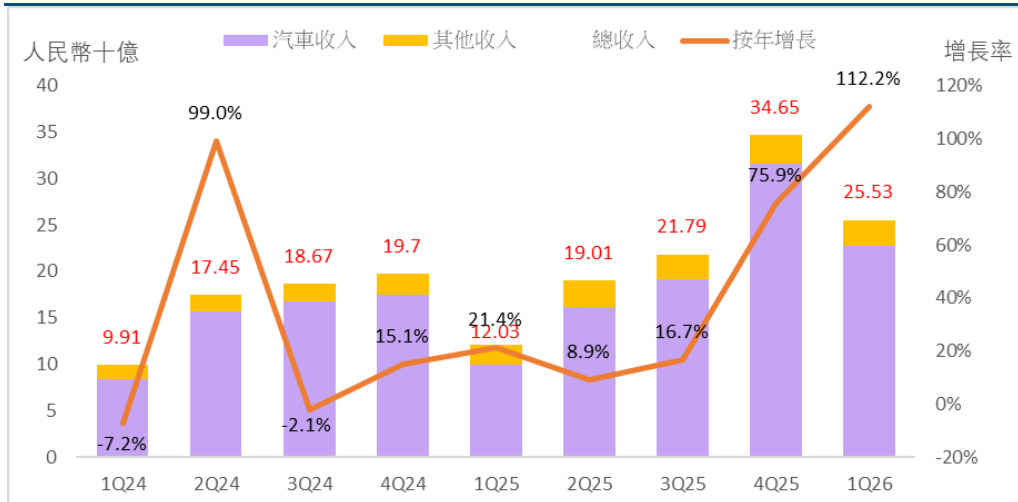
9866.HK 蔚來汽車	1Q25		4Q25		1Q26			
	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	人民幣十億	% 總收入	按年同比	按季度比
總收入	12.03		34.7		25.5		112%	-26%
成本	10.13		28.6		20.7		104%	-28%
毛利潤	1.90	15.8%	6.1	17.5%	4.9	19.0%	3.2 ppt	1.5 ppt
研發費用	3.18	26%	2.0	6%	1.9	7%	-41%	-7%
銷售和管理費用	4.40	37%	3.5	10%	3.5	14%	-20%	-1%
運營費用	7.58	63%	5.6	16%	5.4	21%	-25%	-3%
核心經營利潤	(5.7)	-47%	0.5	1%	(0.5)	-2%	90%	TA
經營利潤	(6.4)	-53%	0.81	2%	(0.31)	-1%	95%	TA

資料來源: 公司數據, 新華滙富

高利潤率產品組合帶動毛利率提升: 汽車收入達人民幣228億元 (按年增長129%, 按季下跌28%), 略低於市場預期的231億元。雖然在季節性弱季度中, 汽車銷量為83,000輛 (按年增長98%, 按季下跌33%), 但產品組合持續優化, 尤其是高利潤率的ES8銷量按季增長14%至45,000輛, 佔總銷量的54%。這帶動汽車平均售價升至27.3萬元人民幣, 每輛車毛利達5.1萬元人民幣, 兩者均錄得按年及按季增長, 推動汽車毛利率升至18.8%, 為三年來最高。

其他銷售 (包括售後服務、零件銷售、換電站服務及其他業務) 同樣穩健增長, 收入達30.4億元人民幣, 毛利率顯著改善至創紀錄的20%, 主要受惠於換電站營運效率提升及峰谷電價套利。

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	25,599	-0.0%	-0.1%
中資企業指數	8,576	0.3%	-3.8%
紅籌指數	4,444	0.1%	10.7%
滬深300指數	4,947	0.5%	6.9%
上海A股	4,347	-0.2%	10.4%
上海B股	280	-0.5%	10.4%
深圳A股	3,005	-0.6%	13.5%
深圳B股	1,128	-0.5%	-10.7%

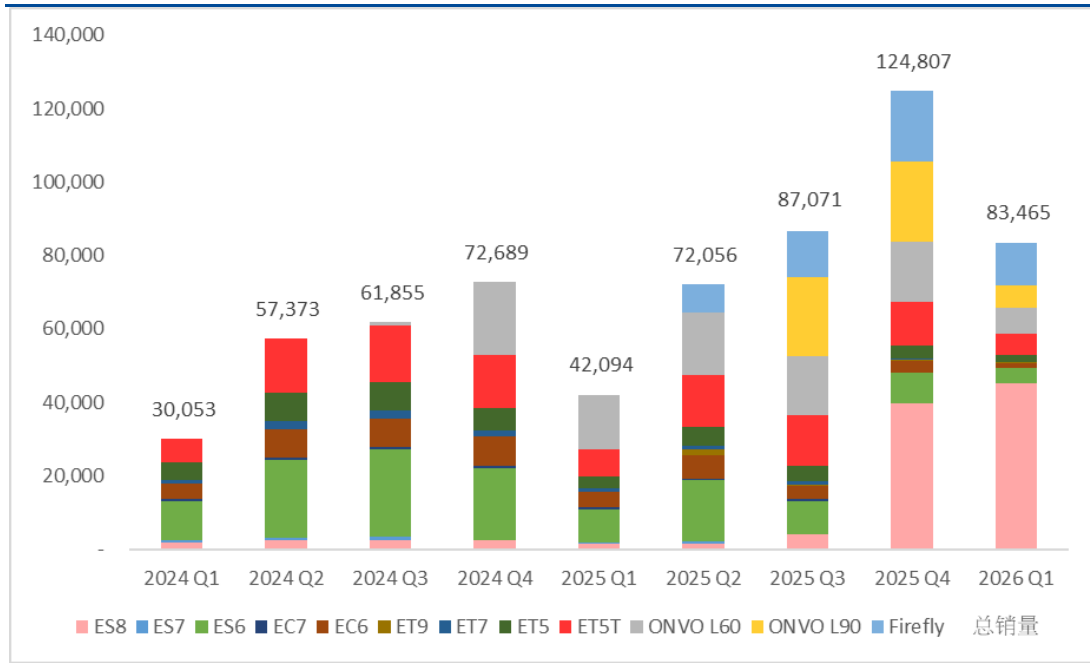
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	50,461	-0.2%	5.0%
標普500	7,519	0.6%	9.8%
美國納斯達克指數	26,656	1.2%	14.7%
日經平均指數	65,925	1.4%	31.0%
英國富時指數	10,491	0.2%	5.6%
法國證商公會指數	8,173	-1.0%	0.3%
德國法蘭克福指數	25,184	-0.8%	2.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,507	-1.4%	4.6%
銅價 (美元/盎司)	3,317	4.7%	30.4%
銀價 (美元/盎司)	76	-1.5%	8.1%
原油 (美元/桶)	93	-2.8%	62.2%
銅價 (美元/盎司)	13,623	0.8%	9.7%
鋁價 (美元/盎司)	3,672	1.0%	22.6%
鎳價 (美元/盎司)	1,963	-0.4%	-4.7%
鎘價 (美元/盎司)	3,533	0.3%	13.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	635	-1.7%	25.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	457	-1.2%	1.0%
糖 (美分/磅)	117	-3.7%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,186	-0.9%	10.5%
PVC (美元/噸)	4,876	-0.4%	58.3%
CRB 指數	388	-1.0%	3.0%
BDI			59.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.3	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.1		185.3	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	202.7		8.6
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.5	0.1	

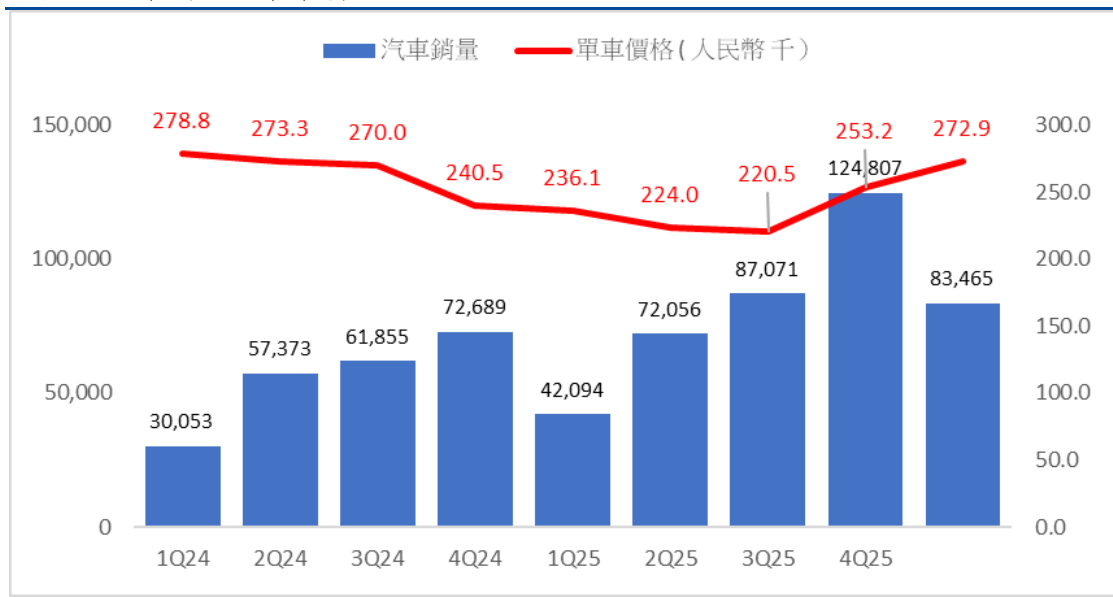
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-4.5%

圖 3: 汽車產品銷量結構



資料來源: 公司數據, 新華滙富

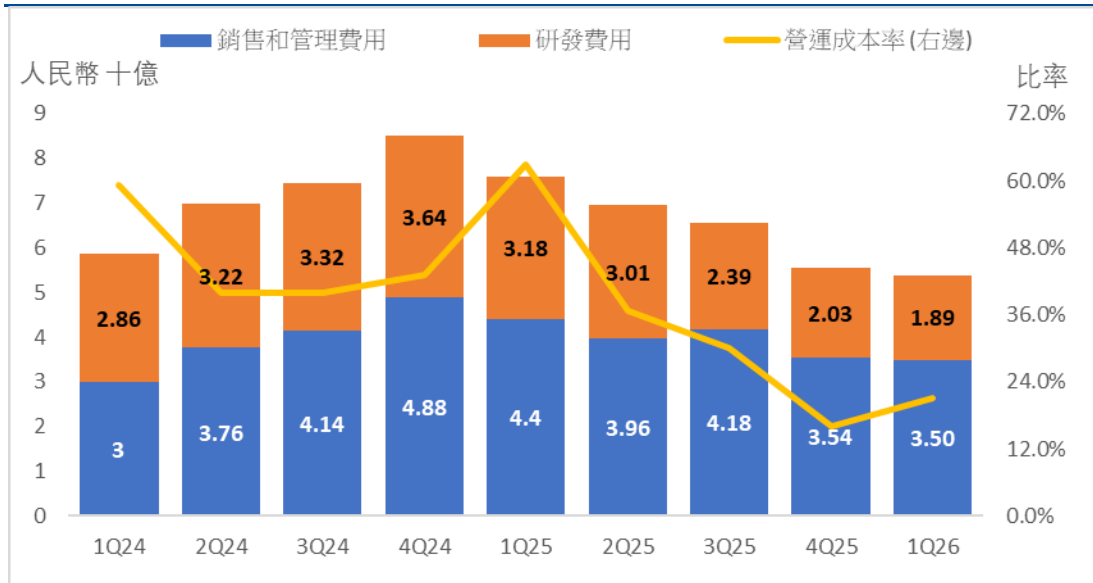
圖 4: 汽車銷量和單車價格



資料來源: 公司數據, 新華滙富

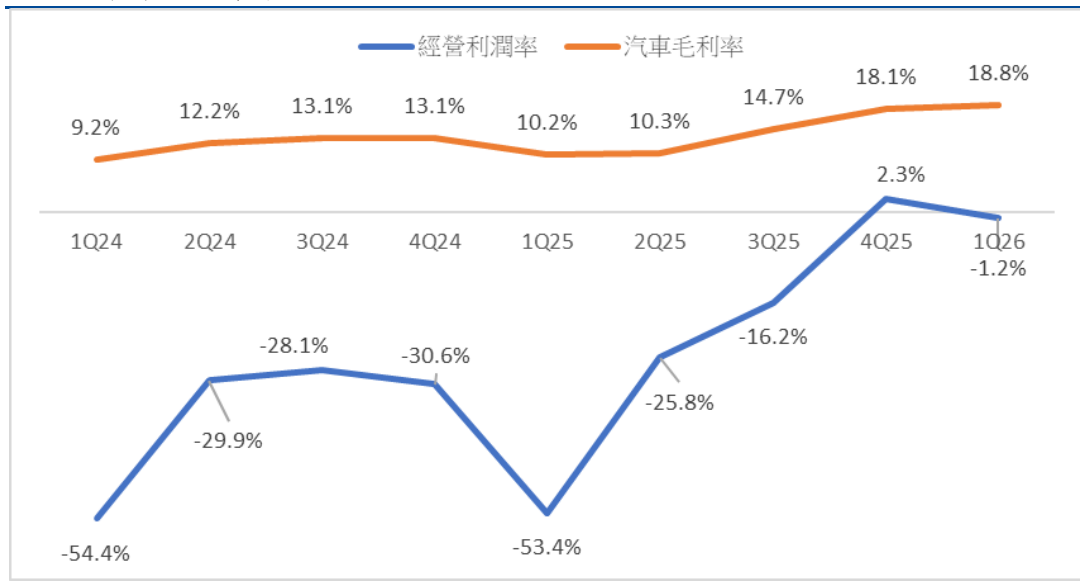
盈利能力及現金流持續改善: 2026年第一季度經營虧損為3.1億元人民幣, 較2025年第一季的虧損64.2億元人民幣大幅收窄。按季由2025年第四季盈利8.1億元人民幣轉為虧損, 主要由於收入按季下跌26% (季節性疲弱)。按年改善則受惠於營運開支降至53.9億元人民幣 (按年及按季均錄得下跌), 主要因為重投資期已過, 研發開支減少, 加上CBU機制提升效率。因此, 營運開支比率由2025年第一季的63%大幅收窄至21.1%。此經營槓桿帶動現金餘額按季增加23億元人民幣, 至482億元人民幣。

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：管理層指引2026年第二季交付量為11萬至11.5萬輛（按年增長53%至60%），收入為328至344億元人民幣（按年增長72%至81%），並重申2026全年實現非公認會計準則經營利潤為正。儘管原材料成本上升（例如記憶體晶片、鋰、銅、鋁），導致每輛車成本增加超過1萬元人民幣，蔚來目標在2026年第二季及2026全年將綜合汽車毛利率維持在17-18%。預期新車型將享有更高毛利率，但舊車型將面對毛利受壓。同時，供應鏈優化有望帶來5-10%的成本削減。

新車型ES9（售價5萬元人民幣以上的純電動SUV）已於2026年5月推出，訂單強勁。首部汽車預計於2026年5月底前交付。此外，ES9的推出並未蠶食ES8的銷量，反而帶來正面的外溢效應。在ES9試駕首週，ES8訂單按季增長30%，而且ES8訂單量仍然穩健。在2026年下半年，計劃推出ES8及ES7的全新五座版本，隨後推出中型產品（ET5、ET5T、ES6及EC6）。

自動駕駛方面，公司自主研發的晶片已出貨25萬片，現已應用於所有產品線。自動駕駛算法已過渡至「新世界模型」，能夠以較低算力提供高級ADAS體驗。展望未來，ADAS訂閱服務預期將成為其他銷售收入的主要增長動力。

我們的觀點：蔚來在2026年第一季銷售展現韌性。交付量達83,500輛（處於指引高端），按季雖然下跌，但透過產品組合優化，高利潤率的ES8佔銷量超過一半，推動汽車毛利率創下新高。這顯示蔚來正在高端市場重拾競爭力。此外，蔚來的經營現金流已連續三季轉正，流動資產淨值亦已轉為正數。

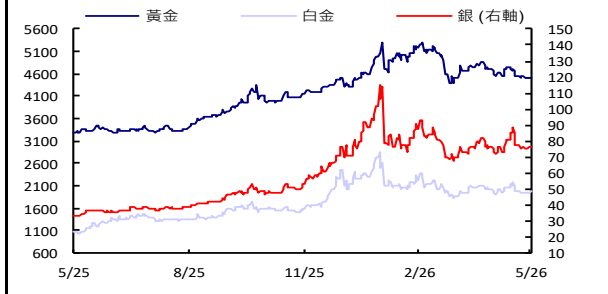
對於2026年第二季，管理層指引交付量為11萬輛。考慮到4月銷量為3萬輛，這意味著5月及6月的月均銷量需超過4萬輛。同時，收入指引為330億元人民幣，顯示汽車平均售價將從第一季的27.3萬元人民幣進一步上升至約29萬元人民幣，反映管理層對ES9及ONVO L80（兩者均在5月推出）的銷售及交付充滿信心。儘管如此，2026年是大型六座SUV競爭激烈的一年。小鵬的GX作為ES8/ES9的直接競爭對手，近期銷售強勁，可能對蔚來構成短期壓力。

即便如此，在2026年新能源汽車稅制改革的背景下，蔚來的BaaS模式通過將電池排除在稅基之外，提供實質的稅務節省。近期推出的SUV車型在設計、內飾及空間上貼合當前消費者偏好，同時成本控制顯著改善。基於以上，我們認為蔚來的收入及盈利能力今年有望延續復甦及改善趨勢。該股現價對應2026年預測市銷率0.7倍。（研究部）

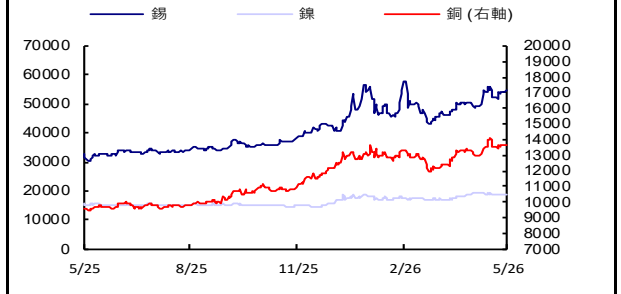
蔚來汽車 (HK. 9866)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
單位：人民幣十億														
總營收		10.68	8.77	19.07	17.11	9.91	17.45	18.67	19.7	12.03	19.01	21.79	34.65	25.53
	同比增長	7.7%	-14.8%	46.6%	6.2%	-7.2%	99.0%	-2.1%	15.1%	21.4%	8.9%	16.7%	75.9%	34.3%
	環比增長		-17.9%	117.4%	-10.3%	-42.1%	76.1%	7.0%	5.5%	-38.9%	58.0%	14.6%	59.0%	-26.3%
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	4.86
	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%	19.0%
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	3.50
	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%	13.7%
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	1.89
	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%	7.4%
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	5.39
	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%	21.1%
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	-0.31
	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%	-1.2%
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	22.8
	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%	129.2%
	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	18.5
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	83,465
	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%	98.3%
	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	4.29
	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%	18.8%
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	272.9
單車成本		282	287	279	272	253	240	235	209	212	201	188	207	222
單車毛利潤		15	19	35	37	26	33	35	32	24	23	32	46	51
	同比增長					72.9%	74.0%	1.8%	-14.3%	-6.4%	-30.8%	-8.1%	45.7%	114.2%
	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%	12.0%
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	2.8
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	0.6
	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%	20.7%
現金及等價物，受限制現金，短期投資和預		37.8	41.6	45.2	57.3	45.3	41.6	42.2	41.9	26	27.2	36.7	45.9	48.2

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

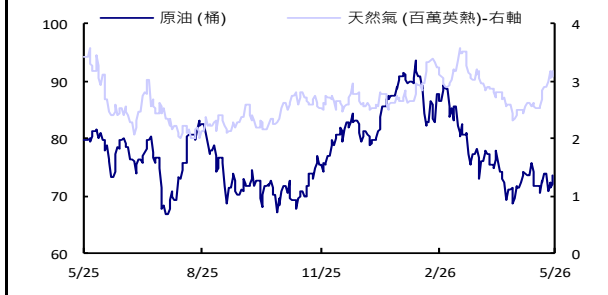
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4502	(3.1)	3.7	36.4
白金 (盎司)	1952	0.1	(4.1)	80.8
銀 (盎司)	76	18	8.1	130.2



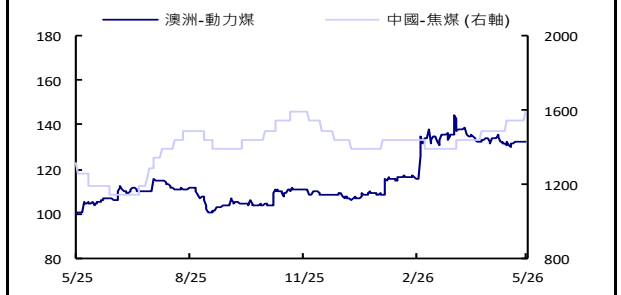
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13624	10.4	9.7	42.0
鎳 (噸)	18973	10.9	14.0	23.1
錫 (噸)	54746	17.1	35.0	68.0



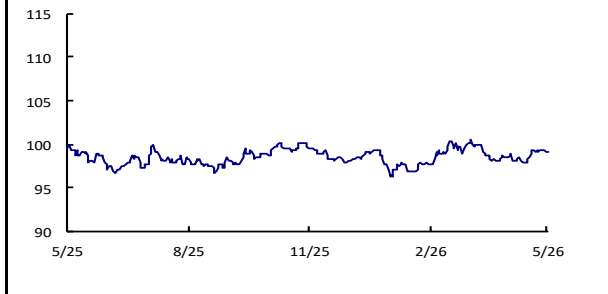
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	93.9	(7.4)	63.5	54.2
天然氣 (百萬英熱)	2.9	0.3	(215)	(14.8)



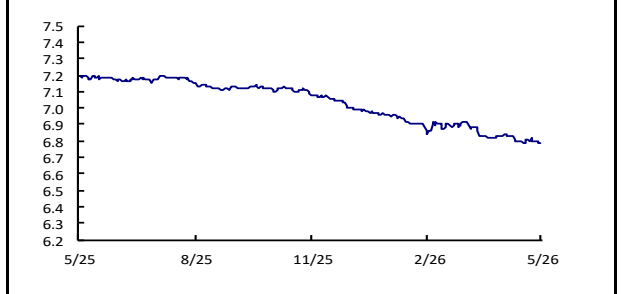
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1590.0	14.4	10.4	214
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.6	(6.9)	23.3	314



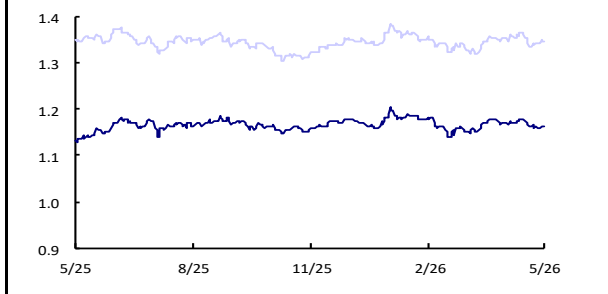
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	(0.8)	0.9	(0.4)



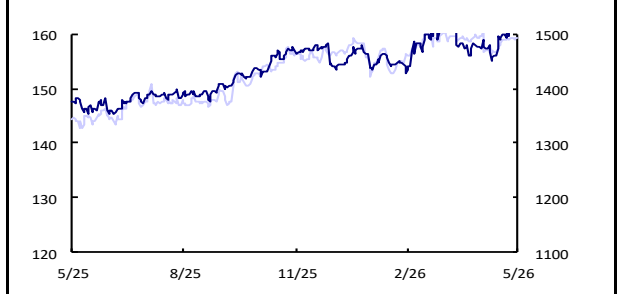
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(16)	(2.9)	(5.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.7	(10)	2.7
英鎊	1.3	17	(0.2)	(0.5)



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.3	0.4	1.7	10.4
韓圓	1508.0	(0.5)	4.4	9.6



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
消費者信心指數	月		26年5月26日
首次申請失業保險金人數	週		26年5月28日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
批發庫存	月		26年5月29日
工廠訂單	月		26年6月3日
成屋銷售量	月		26年6月9日
消費者物價指數	月		26年6月10日
生產者物價指數	月		26年6月11日
工業生產指數	月		26年6月15日
新屋開工與營建許可	月		26年6月16日
商業庫存	月		26年6月17日
採購經理人指數	月		26年6月1日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
貿易收支	月		26年6月9日
就業報告	月		26年6月5日
零售業銷售額	月		26年6月17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
採購經理人指數	月		26年5月31日
外匯儲備	季		26年6月7日
M2貨幣供應量	月		26年6月9日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10日
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		26年5月28日
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
外匯儲備	月		26年6月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
失業率報告	月		26年6月16日
消費者物價指數	月		26年6月23日
國內生產毛額	季		26年7月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455