

行业及产业

汽车

蔚来业绩创历史新高，25Q4 有望实现盈利

——智能汽车系列报告（五）

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

相关研究

- 《小鹏 25Q3 亏损收窄，盈利拐点在望——智能汽车系列报告（四）》2025-11-19
- 《零跑 25Q3 盈利持续改善，技术普惠驱动销量高增——智能汽车系列报告（三）》2025-11-18
- 《小鹏发布全新 IRON 机器人，具身智能发展加速——智能汽车系列报告（二）》2025-11-06
- 《新势力销量持续高增——智能汽车数据销量跟踪（一）》2025-11-04
- 《小鹏科技日前瞻：物理 AI 与世界模型或有突破——智能汽车系列报告（一）》2025-11-03

证券分析师

吴迪
S0820525010001
021-32229888-25523
wudi@ajzq.com

联系人

徐姝婧
S0820124090004
021-32229888-25517
xushujing@ajzq.com

投资要点：

- **事件概要：**11月25日，蔚来发布2025年第三季度财报，公司前三季度实现总营业收入528.4亿元，同比增长14.8%；25Q3营收217.9亿元，创历史新高，综合毛利率达13.9%。展望未来，公司25Q4交付指引为12-12.5万辆，同比增长65.1%-72.0%，营收指引327.6-340.4亿元。整车毛利率有望提升至18.0%，或实现首次盈利。
- **财务指标好转，净亏损持续收窄。**25Q3营收217.9亿元，同比增长16.7%，创历史新高。其中，汽车销售收入为192.0亿元，同比增长15.0%，环比增长19.0%。整车毛利率自25Q2的10.3%跃升至14.7%，综合毛利率达13.9%，均创近三年新高，系高毛利车型乐道L90和全新ES8占比提升。净亏损为36.6亿元，经调整经营亏损收窄至27.8亿元。现金储备增至367亿元，实现经营现金流与自由现金流转正，主要受益于9月完成11.6亿美元股权融资，主营业务已初步形成自我造血能力。基本经营单元CBU机制显效，研发费用降至23.9亿元，同比下降28.0%，销售、一般及行政费用环比微增5.5%。
- **产品结构优化，乐道L90成销量支柱。**2025年Q3总交付量达87,071辆，同比增长40.8%，环比增长20.8%。交付结构上，蔚来、乐道、萤火虫三大品牌分别贡献36,928辆、37,656辆和12,487辆。乐道L90成销量支柱，Q3交付21,572辆，占总交付量24.8%，连续三个月位居大型纯电SUV销量榜首。全新ES8打开高端市场，上市41天交付破万，25Q4将集中交付，40万级高价车型推动毛利提升，ES6累计销量破30万辆。三品牌共享NT3.0平台与技术研发成果，显著降低单车型研发成本。2026年，公司计划推出三款高端车型，与ES8、L90形成协同效应，助力实现总体20%目标毛利率。
- **海外战略由重投入直营向轻资产合作模式转型。**基础设施端，蔚来持续完善充换电网络，截至25Q3末，全球已建成换电站1,850座、超充站2,420座，为海外运营提供底层支撑。欧洲市场进入精细化运营阶段，在德国、荷兰、挪威等已形成初步品牌认知的国家，海外策略由前期快速铺店转向提升质量，工作重心由门店扩张切换至本地化服务效率及单店销售能力的提升。海外车型投放价位由低到高、循序推进，当前海外扩张重点为萤火虫车型，其欧版及右舵版已完成开发；后续乐道品牌车型将择机进入国际市场，高端品牌仍以稳健推进、后置出海为主。新增海外市场更强调风险与资本约束，面向东南亚、中东等潜在市场，蔚来未来将优先采用轻资产合作模式，如与当地产业或资源型龙头通过合资及战略合作方式进入，以降低前期资本开支和海外政策不确定性风险。
- **投资建议：**看好智能化领先车企围绕“大模型+算力”加速建立用户体验壁垒，智能汽车头部集中的行业格局或加速形成，建议关注【小米集团(1810.HK)、小鹏汽车(9868.HK)、零跑汽车(9863.HK)、理想汽车-W(2015.HK)、蔚来-SW(9866.HK)】。
- **风险提示：**技术发展不及预期；行业竞争加剧；政策支持不及预期。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。