

理想汽车-W(2015.HK)

应变敏捷，攻守兼备

推荐（维持）

股价：86.75 元（港币）

主要数据

行业	汽车
公司网址	ir.lixiang.com
大股东/持股	
实际控制人	李想
总股本(百万股)	2122.02
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	1699.18
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	31.38
资产负债率(%)	56.70

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn

平安观点：

- 虽有竞争，但增程基本盘稳固。2025 年主要竞品问界价格中枢可能继续上行，对理想增程基本盘 L6/L7 影响可控。增程车扩容趋势明确，理想作为增程车先发者更加受益。我们认为 2025 年理想有多项措施可从容应对竞争：1) L6 产能提升，25 年销量预计可同比增长 50% 以上；2) 现款 L 车型至少可在三方面升级：电池系统、智能驾驶、舒适性配置。
- 纯电节奏可灵活把控，20-30 万区间突围胜算大。1) MEGA 可降价提量为后续纯电新品预热；2) 20-30 万乘用车底盘较大，纯电渗透率潜力仍大，但该区间家用定位的优质供给不多；3) 小米 SUV 上市或带来较高流量，但小米目前产能依然是瓶颈，理想若在恰当时机推出 20-30 万的纯电车型，有望承接小米 SUV 外溢流量。
- 智驾卡位优势显现，功能迭代快、释放早。理想智驾车保有量较高，智驾迭代速度快，较早全量推送车位到车位智驾功能，公司目前的综合 MPI（城市+高速单次接管间隔里程）预计达到 100 公里，据公司规划，到 25 年、26 年，MPI 将提升至 500 公里、甚至 1000 公里以上。
- 盈利预测与投资建议：我们调整公司 2024/2025/2026 年净利润为 79 亿/141 亿/215 亿元（原净利润预测分别为 77 亿/140 亿/199 亿元），对应当前 PE 估值为 21.4/12.1/7.9 倍，公司估值水平低于可比公司。25 年公司多牌在手，有望灵活应对新形势，同时考虑到公司在高端增程 SUV 领域的市场地位、在智驾体验方面居于国内头部梯队，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：1) 宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足；2) 多家车企将推出中大型混动 SUV，公司面临的竞争环境日益激烈；3) 公司 25 年新车节奏未定，新车上市后销量可能不达预期；4) 公司智能驾驶可能无法长期保持领先优势，智驾领先无法转化为有效的销量提升；5) 公司是港股上市公司，可比公司为 A 股上市公司，而港股与 A 股可能存在估值差异。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45287	123851	144565	194436	250626
YOY(%)	67.7	173.5	16.7	34.5	28.9
净利润(百万元)	-2012	11704	7936	14065	21524
YOY(%)	-526.0	681.7	-32.2	77.2	53.0
毛利率(%)	19.4	22.2	20.8	21.1	21.2
净利率(%)	-4.5	9.5	5.5	7.2	8.6
ROE(%)	-4.5	19.5	11.7	17.1	20.8
EPS(摊薄/元)	-0.95	5.52	3.74	6.63	10.14
P/E(倍)	-84.4	14.5	21.4	12.1	7.9
P/B(倍)	3.8	2.8	2.5	2.1	1.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、 调整敏捷，效率领先.....4

二、 增程扩容趋势明确，公司 25 年基本盘稳固.....5

 2.1 虽有竞争，但增程扩容趋势下公司增程仍将明显受益6

 2.2 多措并举应对，增程产品力迭代进阶7

三、 纯电节奏可灵活把控，20-30 万区间突围胜算大9

四、 智驾卡位优势显现，功能迭代快、释放早.....11

 4.1 智驾车保有量高 11

 4.2 智驾迭代快，功能释放早 13

五、 盈利预测与投资建议.....14

 5.1 主要关键假设..... 14

 5.2 公司盈利预测与估值分析 15

六、 风险提示16

图表目录

图表 1	理想 L 系列 24 年销量结构	单位：万台	4
图表 2	公司单车营收以及整车毛利率变化	单位：万元	4
图表 3	公司单季度营业利润波动	单位：亿元	4
图表 4	公司单车营业利润波动	单位：万元	4
图表 5	理想 2024 年零售门店数量、单店平均月销量变化趋势	单位：家、台/家	5
图表 6	理想与其他车企渠道效率对比（单店平均月销量）		5
图表 7	问界 M8 与公司 L8、L9 主要参数对比		6
图表 8	乘用车销量预测（分能源形式）	单位：万台	7
图表 9	乘用车分价格带渗透率预测		7
图表 10	增程 2.0 时代技术迭代		7
图表 11	当前理想 L 系列电池容量以及纯电续航里程		8
图表 12	理想 L 系列 2025 款可能的舒适性配置升级		9
图表 13	24 年不同价格带新能源渗透率		9
图表 14	2024 年纯电乘用车零售销量	单位：万台	9
图表 15	2024 年主要高端纯电 MPV 销量变化趋势	单位：台	10
图表 16	2025 年 20-30 万元主要纯电新车性能参数对比（已披露车型）		11
图表 17	理想汽车与华为乾崮 2024 年智能驾驶数据对比		12
图表 18	理想汽车智能驾驶模型训练数量变化	单位：万 Clips	12
图表 19	主要车企智驾训练投入对比		12
图表 20	理想智能驾驶训练里程	单位：亿公里	13
图表 21	理想智能驾驶训练算力	单位：EFlops	13
图表 22	公司智能驾驶近 1 年来重要 OTA 迭代		13
图表 23	主要车企车位到车位功能推送时间表（不完全统计）		14
图表 24	公司销量预测	单位：万台	15
图表 25	公司汽车整车业务营收测算与毛利率假设	单位：亿元	15
图表 26	公司营业收入与毛利率预测	单位：亿元	15
图表 27	公司与可比公司 PE 估值对比		16

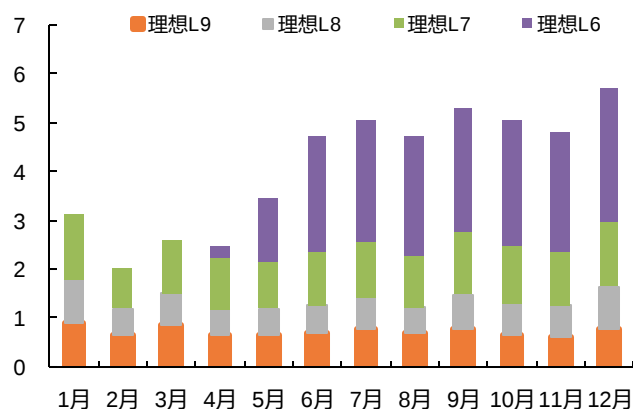
一、调整敏捷，效率领先

纯电战略节奏调整，经营效率依然领先。公司此前规划在 2024 年推出 4 款纯电车型，但 MEGA 的失利使得公司放慢了纯电节奏。MEGA 的失利以及问界的竞争也对公司上半年 L 系列的销量造成一定负面影响，但随着 L6 的推出以及后续公司的调整，公司在 24 年下半年经营逐步回归平稳。公司在 24 年遭遇较大的经营调整，但整体经营依然稳健，毛利率水平维持在 20% 左右，在关键技术投入以及渠道效率方面均保持行业领先。

毛利率总体依然稳健。公司 L 系列的销量结构及成交均价在 24 年出现较大变化。根据公司公告数据，L7/L8/L9 三款车型在 2023 年最高月销量曾超过 5 万台，但 24 年三款车型的月销量在 2 万~3 万台左右，L6 目前占公司销量的 50% 左右，L6 销量占比提升导致公司单车营收有所下滑，根据公司财报数据测算，公司 24 年 Q3 的单车营业收入为 27 万元。2024 年公司整车业务毛利率虽有所下滑，但前三季度依然达到 19.8%。

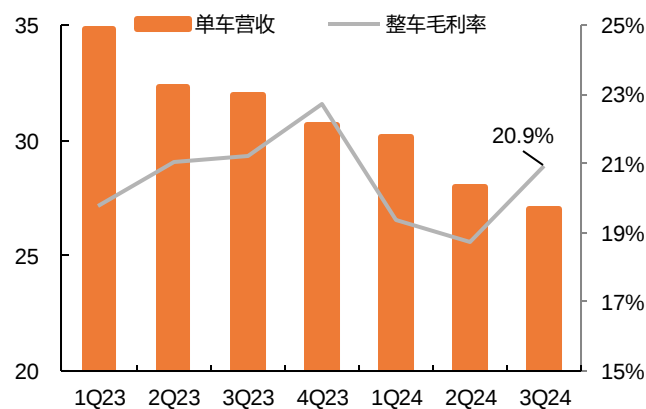
2024 年下半年盈利能力已修复。2024 年初公司销量预期偏乐观导致公司 2024 年上半年费用较高，此外由于 L 系列的下滑以及 MEGA 不及预期，导致上半年公司盈利同比出现较大幅度下滑。但随着公司经营调整以及 L6 的上市，公司在 2024 年三季度盈利逐步恢复，根据公司财报数据，24 年第三季营业利润达到 34.3 亿元，单车盈利也达到 2023 年同期水平。

图表1 理想 L 系列 24 年销量结构 单位：万台



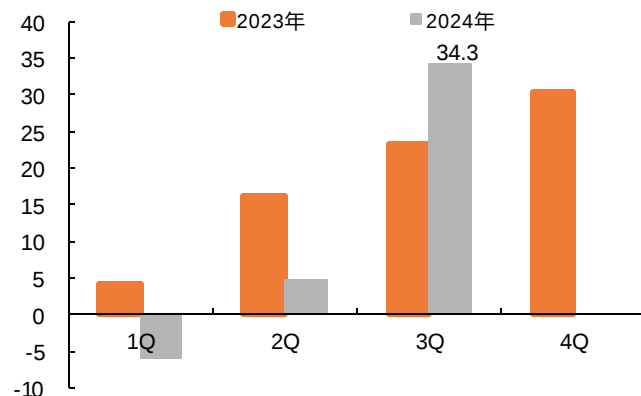
资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表2 公司单车营收以及整车毛利率变化 单位：万元



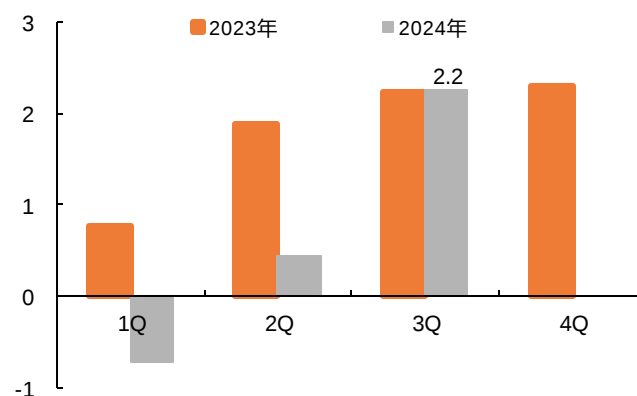
资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表3 公司单季度营业利润波动 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表4 公司单车营业利润波动 单位：万元



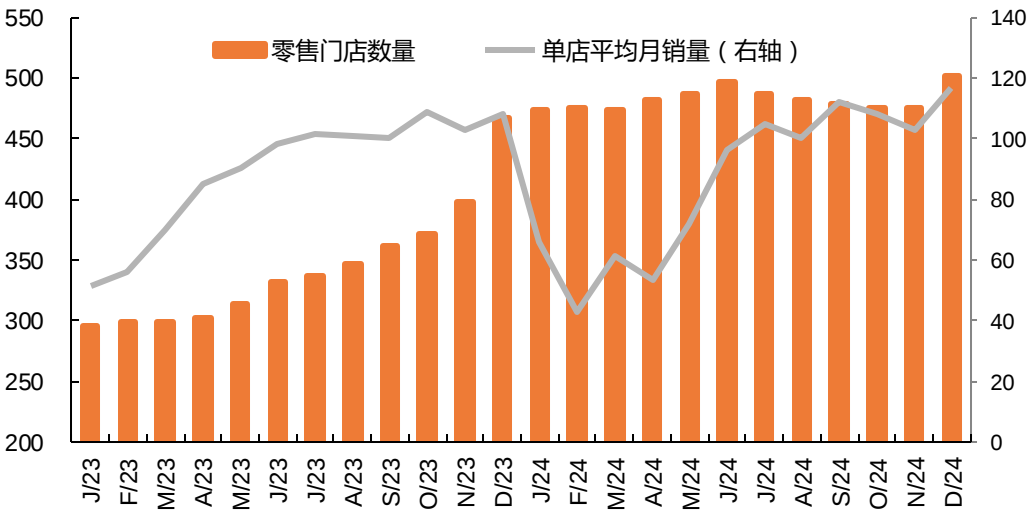
备注：单车营业利润=当季度营业利润/当季度销量

资料来源：公司财报，平安证券研究所

2024 年渠道结构调整，展位数量增加。根据公司 24 年初公布的渠道扩张计划显示，原计划在 24 年底其直营零售中心数量增加至 800 家，以支撑此前制定的 80 万台的年销量目标。但由于年初激进的销量目标未能实现，其渠道扩张节奏也大幅放缓。根据公司公布的数据显示，截至 2024 年底，公司直营的零售门店数量为 502 家，相比 2023 年底仅增加 35 家。据公司 2024 年三季度业绩会中披露，公司在 2024 年实施的主要渠道调整是逐步将网络中表现不佳的商超门店替换为汽车城的销售中心，汽车城销售中心的比例从 23 年底的 24% 增加到 24 年底的 40% 以上，同时展位数量预计从 23 年底的 2600 多个达到 24 年底的 3600 个。

渠道效率依然领先，单店平均月销量超过 110 台。公司是目前国内较少的仍坚持渠道自营的车企之一，其单店月销量依然保持较高的水平（单店平均月销量=当月销量/当月零售门店数量），截至 2024 年底，公司单店平均月销量超过 110 台，小幅超过公司 2023 年底的平均单店销量。

图表5 理想 2024 年零售门店数量、单店平均月销量变化趋势 单位：家、台/家



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

图表6 理想与其他车企渠道效率对比（单店平均月销量）

车企	销售门店数量/个（截至 24 年底）	单月销量（24 年 12 月）/台	单店平均月销量/台
理想汽车	502	58513	117
小鹏汽车	639（截至 24 年 Q3）	36695	57
零跑汽车	860	42517	49

资料来源：各车企公告，平安证券研究所

二、 增程扩容趋势明确，公司 25 年基本盘稳固

我们对公司 2025 年 L 系列所面临的竞争形势并不悲观。从竞争格局看，问界与公司的价格中枢已产生一定差距，问界 M8 上市后，问界的价格中枢有望进一步上行，对公司增程基本盘影响相对可控，另外增程车扩容趋势明确，公司作为增程车先发者在未来有望取得更高的增量。

我们认为公司在 2025 年手握多张牌可以灵活应对竞争。L6 目前鲜有直接竞品，且产能有进一步提升空间，预计 L6 在 25 年销量将同比增长 50% 以上。现款车型改款升级，并可凸显差异化优势。L7/L8/L9 在 25 年的竞争对手增加，L 系列的改款升级将是公司 25 年最重要的工作之一，我们预计 L 系列 2025 年的改款升级可能集中在三大方向：动力系统升级（电池容量扩大、增加超快充功能等）、智能驾驶升级、舒适性配置升级。

2.1 虽有竞争，但增程扩容趋势下公司增程仍将明显受益

问界依然是公司 L 系列 2025 年最主要的竞争对手。2024 年问界 M9 的热销可能是理想 L7/L8/L9 的下滑的原因之一，而根据赛力斯的规划，2025 年问界还将推出全新车型问界 M8，定位 40 万元左右。目前 M8 已亮相工信部目录，预计在 25 年上半年上市交付。据工信部公告，问界 M8 是一款大尺寸 SUV，轴距仅比问界 M9 短 5mm，与理想 L9 相同，车身尺寸也接近理想 L9。此外受理想、问界两家增程标杆车企的影响，2025 年还将有多家车企推出中大型混动 SUV，如 25 年上半年的腾势 N9、领克 900、昊铂 HL、深蓝 S09 等，在下半年极氪、小鹏等也将推出中大型的混动 SUV。

图表7 问界 M8 与公司 L8、L9 主要参数对比

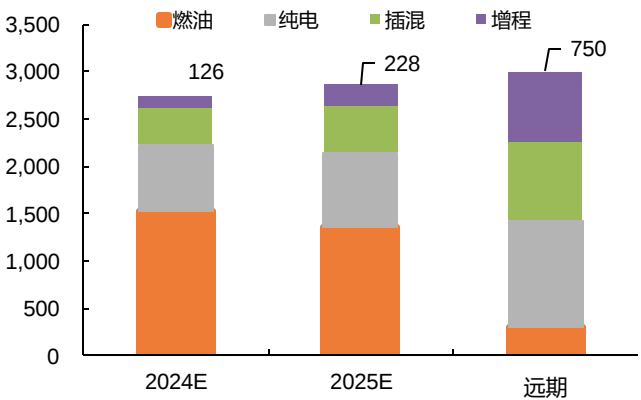
	问界 M8	理想 L8	问界 M9	理想 L9
售价/万元	预计 40 万左右	32.18~37.98	46.98~54.98	40.98~43.98
轴距/mm	3105	3005	3110	3105
车身尺寸/mm	5190×1999×1795	5080×1995×1800	5230×1999×1800	5218×1998×1800
座位数	5 座/6 座	6 座	5 座/6 座	6 座
电池容量/kWh	36/52	42.8/52.3	42/52	52.3
纯电续航/km	161/240	190/235	190/233	235
发动机	1.5T	1.5T	1.5T	1.5T
电机功率/kW	392 (前 165+后 227)	330 (前 130+后 200)	365 (前 165+后 200)	330 (前 130+后 200)

资料来源：工信部官网，汽车之家，平安证券研究所

面临问界以及其他车企在 2025 年的竞争，我们认为公司 2025 年 L 系列仍可从容应对：

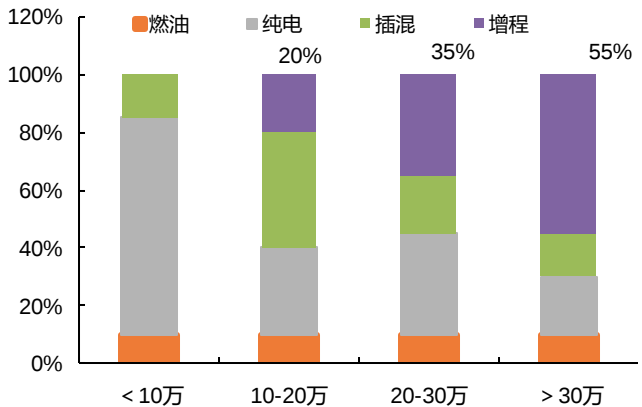
- 问界价格中枢向上，理想价格带下沉。从理想、问界的成交价看，两者在 24 年已逐步形成差距，根据易车榜统计，截至 24 年 10 月，鸿蒙智行（主要是问界）的整体成交价达到 38.3 万元，理想汽车的整体成交价为 31 万元。而从问界 M8 的定价区间以及主要性能参数看，我们认为 M8 定位略高于理想 L8，与 L9 接近，因此问界的成交均价在 25 年仍有上行空间，这意味着在 2025 年问界品牌和理想品牌仍保有相当的价格差距，因此 2025 年问界对 L 系列的销量基盘 L6、L7 的影响相对可控。此外问界 M7 在 2025 年若不进行大的升级换代，其市场竞争力将有所下滑，或难以复现此前现象级的订单表现。
- 增程车扩容趋势明确，中长期有数倍增长空间。根据我们在 2025 年度策略《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》中的测算，我们预计增程车在未来几年的扩容趋势明确，2025 增程车市场容量有望达到 220 万台左右，同比增长 80%，中长期市场容量有望达到 750 万台，是 2024 年增程车规模的 6 倍左右。尽管中大型混动 SUV 进入者日益增多，但考虑到增程车市场较大的增长空间，公司作为增程车先发者在未来有望取得更高的增量，此外理想汽车家用大型 SUV 品牌形象已深入人心，在后续增程扩容的过程中也更有优势。

图表8 乘用车销量预测（分能源形式） 单位：万台



资料来源：《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》，乘联会，平安证券研究所预测

图表9 乘用车分价格带渗透率预测



资料来源：《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》，平安证券研究所预测

2.2 多措并举应对，增程产品力迭代进阶

从公司自身层面，我们认为公司在 2025 年依然有足够的应对措施来面对竞争：

第一，理想 L6 在 2025 年销量仍有上升空间。L6 目前月销量在 2.5 万台左右，公司在 24 年三季度业绩电话会中表示将在 2025 年春节期间进行 L6 的扩产，届时 L6 月交付量有望提升 15%~20%，据此我们预计 L6 在 2025 年有望达到月销 3 万台的水平，2025 年 L6 的交付量有望超过 30 万台，同比 24 年销量增长幅度有望超过 50%。而从竞争格局看，理想 L6 在 2025 年依然鲜有直接竞品，其面临的竞争格局相对较好，我们认为 L6 的增长会为公司 25 年全年增长奠定基础。

第二，理想 L 系列的改款升级。工信部已经公告了问界 M8 的主要性能参数，这意味着 L 系列在 2025 年最大的竞争对手之一已经基本明牌。我们认为在公司纯电尚未上量之前，L 系列仍是公司 2025 年销量基本盘，加上 2025 年公司 L7、L8、L9 所面临的竞争对手增加，L 系列在 2025 年的改款升级将是公司 2025 年最重要的工作之一。而我们预计 L 系列 2025 年的改款升级可能主要集中在三大方向：1、电池系统升级：如电池容量扩大、增加超快充功能等；2、智能驾驶升级；3、舒适性配置升级。

1、电池系统升级

增程车迈入 2.0 时代，技术迭代解决当前增程车痛点。我们在 24 年 12 月发布的年度策略《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》中指出，当前增程车的主要痛点包括纯电续航短、充电速度慢、低温衰减等，针对增程车的痛点，下一代增程车将朝着“**高纯电续航、超快充**”的方向迈进。

图表10 增程 2.0 时代技术迭代

增程 1.0		增程 2.0
纯电续航/km	280~300	> 400
充电效率	不支持超快充，2C 充电效率	支持超快充，4C/5C 充电效率
低温性能	低温衰减	骁遥电池应用钠离子电池技术，打破新能源车的低温局限性
800V 高压平台	否	是
成本优势	增程相比纯电（高端新能源）成本优势约为 2 万元	后续增程车的纯电续航增加至 400 公里，电池容量需要增加约 20kWh 左右，其成本依然低于同级别的纯电车型，且单位 kWh 电池成本仍有下降空间（目前高端增程 SUV 搭载的电池类型为三元锂，宁德时代骁遥电池的电芯类型为磷酸铁

锂+钠电池)

代表车型	理想 L 系列、问界 M9 等成型	2025 年增程新供给陆续上市
------	-------------------	-----------------

资料来源：《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》，宁德时代官网，汽车之家，小鹏汽车官方微信公众号，平安证券研究所

伴随行业技术的进步，公司作为增程车的龙头之一，有望在 2025 年逐步实现增程 2.0 技术的落地应用，进一步增强 L 系列在 2025 年竞争力：

- 1) 电池容量扩大，纯电续航增加：目前 L7/L8 的 Pro 和 Max 版本电池为 42.8 度，我们预计在 2025 款 L7、L8 的 Pro 和 Max 版的电池容量可能会增加到 50 度以上。此外根据宁德时代官网披露，宁德时代骁遥电池已经落地公司旗下车型，因此我们推测，L7、L8、L9 的 Ultra 版（顶配）可能会搭载宁德时代的骁遥电池，而根据宁德时代公布的数据，骁遥电池的纯电续航里程可达 400km。
- 2) 超快充功能可能上车。目前理想的 L 系列并不支持超快充功能，假如理想 L 系列搭载宁德时代的骁遥电池，则意味着 2025 年理想 L 系列将具备超快充功能。根据宁德时代宣布，其骁遥电池具备 4C 的充电效率，可实现“充电 10 分钟，补能超过 280km”。

图表 11 当前理想 L 系列电池容量以及纯电续航里程

车型	版本	电池类型	电池容量/kWh	纯电续航里程 (CLTC) /km	是否支持超快充
理想 L6	Pro/Max	磷酸铁锂	36.8	212	否
理想 L7	Pro/Max	三元锂	42.8	225	否
	Ultra	三元锂	52.3	286	否
理想 L8	Pro/Max	三元锂	42.8	225	否
	Ultra	三元锂	52.3	280	否
理想 L9	Pro/Ultra	三元锂	52.3	280	否

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

2、智能驾驶升级

2025 款 L 系列可能全系标配激光雷达。禾赛科技在 24 年 Q3 季报中提到，禾赛与“一家中国领先的头部电动汽车制造商”签署协议（该头部电动汽车制造商也是禾赛目前出货量最大的客户之一），将在其 2025 年款车型上独家采用禾赛 L3 级别超高性能的激光雷达以及具有极致成本优势的超高清远距离激光雷达 ATX。基于禾赛披露的信息，我们推测公司（禾赛官网显示，理想汽车是禾赛的重要客户之一）有可能会在 2025 款车型中搭载禾赛的 L3 级别的激光雷达和 ATX 雷达，我们预测 L 系列的 Max 版和 Ultra 版的激光雷达在 2025 年改款时可能升级为禾赛 L3 级别的激光雷达，而目前不搭载激光雷达的 Pro 版或将搭载禾赛的 ATX 激光雷达，而这也意味着 2025 款的 L 系列有可能全系搭载激光雷达。

Pro 版智驾芯片或将升级为地平线 J6M，城市 NOA 有望在 25 款 L 系列实现标配。24 年 4 月，地平线宣布理想汽车成为征程 6E/M 的首发量产合作车企，2024 年 12 月，轻舟智航（理想 ADPro 智驾方案供应商）宣布基于地平线 J6M 的中高阶智驾解决方案再获头部新势力车企量产项目定点，基于地平线和轻舟智航公布的信息，我们预计 2025 款 L 系列的 Pro 版智驾芯片将由目前的地平线 J5 升级到 J6M，而这意味着 2025 款理想 L 全系车型可具备高阶智驾能力。

3、舒适性配置升级

现款 L 系列在舒适性配置方面仍有较大提升空间。在底盘方面，现款 L7、L8 全系搭载的单腔空气弹簧，改款车型有望升级为双腔空气弹簧，L9 的 CDC 减震器则可能升级为双阀 CDC 减震器，阻尼调节幅度更大。座椅方面，L7、L8 的座椅按摩功

能可升级为 L9 搭载的十六点按摩功能。座舱娱乐方面，L7、L8 仅有顶配的 Ultra 版搭载后排座舱娱乐屏，而在 2025 改款车型中，这一配置可以进一步下沉至中低配车型。

图表12 理想 L 系列 2025 款可能的舒适性配置升级

	年度款	L7	L8	L9
空气悬架	2024 款	CDC+单腔空气弹簧	CDC+单腔空气弹簧	CDC+双腔空气弹簧
	2025 款	CDC+双腔空气弹簧	CDC+双腔空气弹簧	双阀 CDC+双腔空气弹簧
座椅	2024 款	座椅按摩	座椅按摩	主驾魔毯座椅+十六点按摩
	2025 款	主驾魔毯座椅或十六点按摩	主驾魔毯座椅或十六点按摩	主驾魔毯座椅+十六点按摩
后排娱乐屏	2024 款	顶配版搭载	顶配版搭载	全系搭载
	2025 款	中低配搭载	中低配搭载	全系搭载
后排小桌板	2024 款	无	右侧小桌板	右侧小桌板
	2025 款	右侧小桌板	双侧小桌板	双侧小桌板

备注：以上仅是对理想 2025 款 L7/L8/L9 配置升级的预测，具体以公司实际公布配置为准

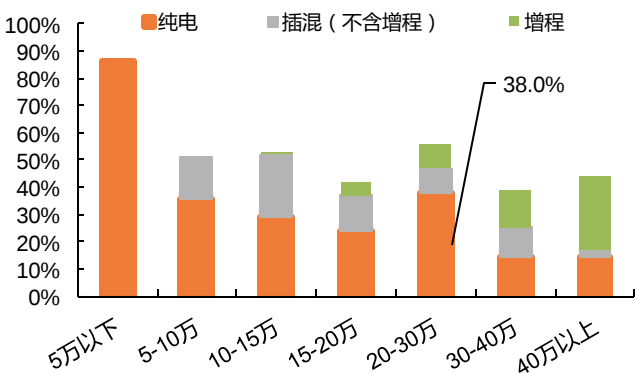
资料来源：汽车之家，平安证券研究所预测

三、纯电节奏可灵活把控，20-30 万区间突围胜算大

高端纯电难卖可能是行业共性问题。在 30 万以上的高端市场,纯电渗透率明显低于其他价格带,尽管 2024 年有理想MEGA、享界 S9 等重磅纯电车推出，但高端纯电发展节奏明显慢于其他价格带。我们认为中大型车车身重量大，风阻系数高，为了追求续航里程，不得不加大电池容量，目前市面上大型纯电车的单车带电量普遍超过 100 度，续航里程在 600-700 公里，如问界 M9 纯电版电池容量为 100kWh，但其 CLTC 续航里程仅为 630 公里，大电池一方面使得车身重量变大，成本更高，另一方面也可能带来更高的安全风险。基于成本、安全、补能等因素考虑，纯电对于大型车暂时不是理想的动力形式。

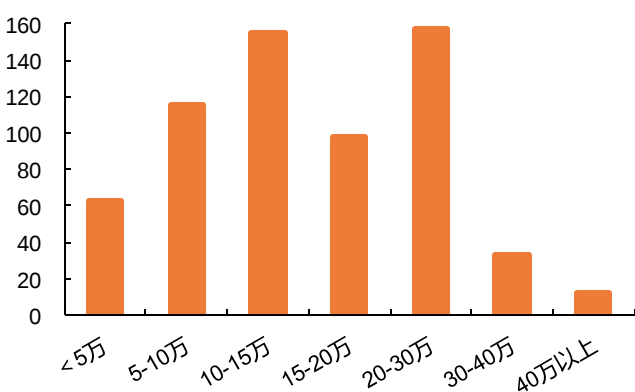
从渗透率看，纯电的优势市场集中在 10 万元以下以及 20-30 万元。10 万元以下的低端纯电以小型纯电车为主，单车搭载电量在 30-50 度左右，电池成本相对可控，主要用于短途代步。20-30 万纯电车定位中高端，单车搭载电量达到 80-100 度，目前该市场呈现出纯电渗透率高、市场容量大的特点，据乘联会，2024 年该价格带的纯电渗透率达到 38%，国内纯电车零售销量达到 157 万台，在该价格带取得一定市场份额的车企主要包括特斯拉、极氪、小米、智界等。

图表13 24 年不同价格带新能源渗透率



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表14 2024 年纯电乘用车零售销量 单位：万台



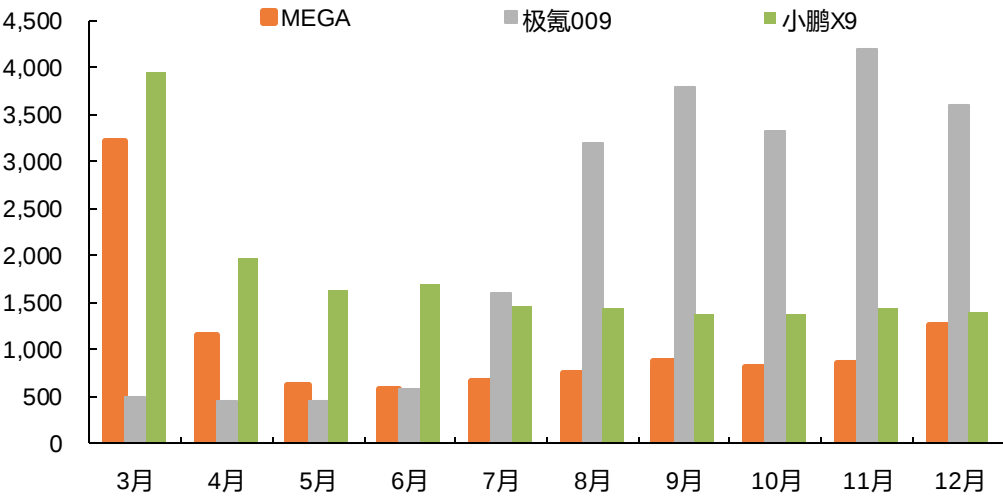
资料来源：乘联会，平安证券研究所

储备多个纯电项目，2025 年纯电节奏可根据市场环境灵活调整。公司此前规划了多款纯电车型，原计划在 2024 年下半年推出 3 款纯电车型，但由于 MEGA 在 2024 年失利，后续的纯电车型推迟到 2025 年上市。公司并未公布 2025 年具体的纯电上市节奏。我们认为纯电节奏可视 2025 年市场环境灵活调整：

1、MEGA 若降价，预计将对销量提振显著

MEGA 作为公司的旗舰车型，目前的售价高达 52.98 万元，在国内主要新能源 MPV 中售价较高，作为对比，极氪 009/小鹏 X9 起售价分别为 43.9 万元/35.98 万元。我们认为，倘若公司想提升 MEGA 的销量，降价可成为公司的选择之一，而从实际效果看，降价大概率会对 MEGA 的销量有明显提振。比如 2024 款极氪 009 于 2024 年 7 月上市，起售价相比此前下降 6 万元，降价上市后销量提升显著，2024 年下半年极氪 009 月销量达到 3000~4000 台的水平。

图表15 2024 年主要高端纯电 MPV 销量变化趋势 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

2、2025 年选择 20-30 万区间进行纯电车型突破赢面可能更大

- **容量够大——20~30 万价格带是爆款纯电车型集中地。**该价格带市场容量足够大，当前该价格带有多款纯电爆款车，对于消费者而言具备集聚效应，我们认为 20-30 万元可能会是公司在纯电领域形成突破的关键价格带。
- **在售纯电车型多偏操控/个性化。**从市场参与者看，该价格带的纯电车型大多对标特斯拉 Model 3/Model Y，市场定位偏个性、运动，类似公司这种以家用为主的纯电车型选择并不多。
- **小米 YU7 将带来较高流量，但产能不足，理想汽车做好纯电差异化定位，则有望承接小米 YU7 外溢流量。**根据小米规划，其第二款车型 YU7 将于 2025 年 6-7 月上市，参照 SU7 上市的市场传播热度以及订单量，我们预计 YU7 大概率会成为又一款流量、销量双高的车型，而 YU7 的上市也将带动消费者对于纯电车型的关注度，理想汽车的家用定位与小米 YU7 强调性能、运动的风格互补，根据小米汽车官方公众号，2025 年小米汽车销量目标为 30 万台，产能仍是小米的主要瓶颈。理想汽车若选择在恰当时机推出 20-30 万的纯电车型，可受益于小米 YU7 带来的高关注度，在传播效果方面会事半功倍，同时小米汽车的产能瓶颈也大概率使得部分 YU7 订单外溢，公司纯电车型也有望受益。

图表16 2025 年 20-30 万元主要纯电新车性能参数对比（已披露车型）

	小米 YU7	小鹏 G7	特斯拉 Model Y 焕新版
售价/万元	预计 25-30 万	预计 20-25 万	26.35~30.35
轴距/mm	3000	2890	2890
车身尺寸/mm	4999×1996×1608	4892×1925×1655	4927×1920×1624
电池容量/kWh	未公布	未公布	62.5/78.4
纯电续航/km	未公布	未公布	593/719
电机功率/kW	后轮驱动版：235kW 全轮驱动版：508kW	后轮驱动版：218kW	后轮驱动版：220kW 全轮驱动版：331kW

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

四、智驾卡位优势显现，功能迭代快、释放早

2025 年 AI 智驾打响两大战役——体验之战、规模之战。我们在 2024 年 12 月发布的年度策略《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》中指出，2025 年 AI 智驾打响两大战役：体验之战、规模之战。体验方面，我们认为无断点全场景的车位到车位功能释放是 2025 年智驾体验之战的第一块试金石。规模方面，我们判断 AI 智驾的优化依赖高质量训练数据，高阶智驾车保有量越高、数据池“活水”越多，智驾迭代越快，从而进入数据越多——系统越好用——用户越爱用的滚雪球模式。

理想汽车智驾卡位优势显现。智驾规模方面，截至目前公司智驾训练量已达到 800 万 Clips（视频片段），对应约 30 亿公里的智驾里程，AD Max 用户已接近 40 万，处于行业头部；在智驾体验方面，公司智驾迭代速度快，较早全量推送车位到车位智驾功能，公司目前的综合 MPI（城市+高速单次接管里程间隔）预计达到 100 公里，而根据公司规模，到 25 年、26 年，MPI 将提升至 500 公里、甚至 1000 公里以上。

4.1 智驾车保有量高

智驾进入数据驱动阶段，具备高阶智驾车保有量以及充足研发投入的企业更具优势。自特斯拉 FSD V12 版本推送以来，国内智驾头部车企在 2024 年的智能驾驶路线均切换到端到端，切换到端到端后，此前的大量人工规则被神经网络替代，智能驾驶迭代进入数据驱动阶段。具备较高智驾车保有量以及充足研发投入的企业，在智能驾驶的优势将增加，而智驾进步同时 will 促进销量提升，而销量提升又会带来保有量和研发投入的提升，从而进入正向循环。

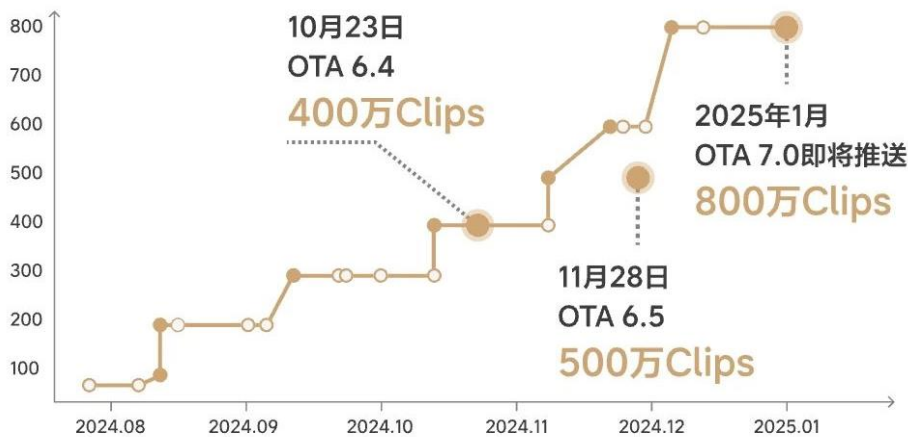
- **公司 AD Max 用户数量预计接近 40 万，智驾训练数量达到 800 万 Clips。**根据公司披露，2024 年公司智总里程达到 17.2 亿公里（含高速智驾里程），截至 2024 年底的公司智能驾驶训练里程预计接近 30 亿公里。根据公司公布的数据显示，25 年 1 月公司智能驾驶训练量已经达到 800 万 Clips（视频片段），综合 MPI（城市+高速单次接管里程间隔）预计达到 100 公里（理想 AI Talk 披露数据）。较高的保有量是公司智驾训练数据的重要保障，根据公司披露，截至 24 年 10 月，公司 AD Max 用户数量已超过 32 万，结合公司 11、12 月产销公告，我们预计截至 2024 年底其 AD Max 用户数量接近 40 万台。

图表17 理想汽车与华为乾崮 2024 年智能驾驶数据对比

车企	智驾用户数 (截至 2024 年底)	24 年智驾总里程	年度智驾里程占比 (智驾里程/累计行驶里程)	智能泊车次数
华为乾崮	50.69 万	14.52 亿公里 (高速 10.47 亿公里，城区 4.06 亿公里)	29.72%	1.02 亿次
理想汽车	智驾累计用户数 110.9 万人，AD Max 用户接近 40 万台	17.2 亿公里	9.88%	7785.8 万次

资料来源：华为乾崮智能汽车解决方案，公司官方微信公众号，平安证券研究所

图表18 理想汽车智能驾驶模型训练数量变化 单位：万 Clips



资料来源：公司官方微信公众号 2025 年 1 月 15 号文章，平安证券研究所

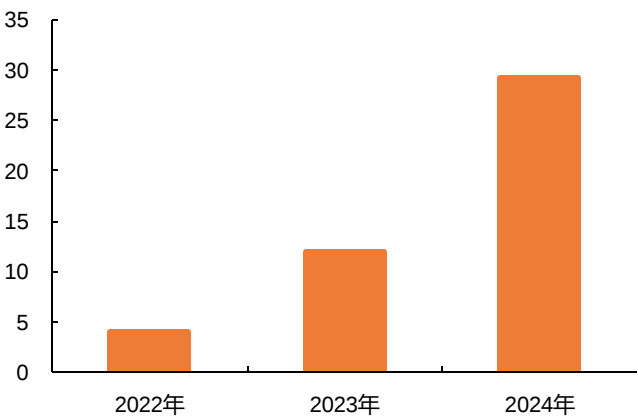
- **训练算力储备充足。**训练算力方面，根据公司披露数据，截至 2024 年底，公司的智能驾驶训练算力达到 8.1EFlops，公司在训练算力方面保持较高投入，理想智驾负责人郎咸朋表示，理想每年在训练花费上是 10 亿人民币，而未来在训练上的投入将达到每年 10 亿美金。

图表19 主要车企智驾训练投入对比

车企/公司	训练算力储备或后续规划
特斯拉	截至 3Q24，特斯拉训练算力达到 6.75 万张 H100 GPU 等效算力，到 24 年底训练算力达到等效 9 万张 H100 GPU 等效算力
理想汽车	到 24 年底，智驾训练算力储备达到 8.1EFlops
华为	截至 24 年底，华为云端 AI 学习训练算力已超过 10EFlops
小鹏汽车	截至 24 年 7 月，AI 算力储备达到 2.51EFlops；到 2025 年，小鹏云端算力将增加到 10EFlops

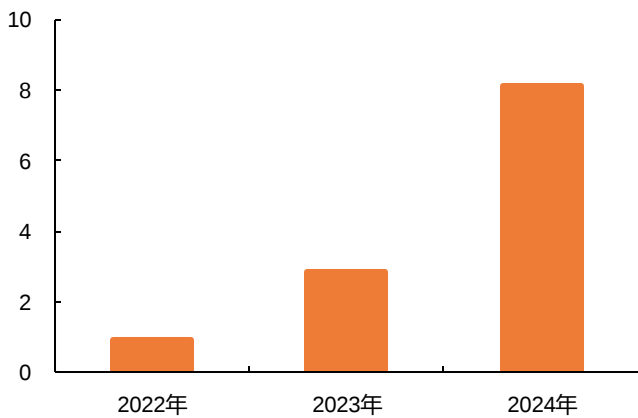
资料来源：特斯拉财报，理想汽车微信公众号，华为车 BU 靳玉志公开演讲，小鹏汽车 AI 智驾发布会，小鹏汽车 AI 科技日，平安证券研究所

图表20 理想智能驾驶训练里程 单位：亿公里



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

图表21 理想智能驾驶训练算力 单位：EFlops



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

4.2 智驾迭代快，功能释放早

智驾迭代迅速，2024 年智能驾驶跻身行业第一梯队。公司在 2023 年秋季战略会上将“智能驾驶领先”作为公司的核心战略目标后，开始加大智能驾驶的研发投入。从 2023 年底公司推送全场景 NOA 以来，在过去的一年内，公司智能驾驶进行了三代技术迭代，从 NPN（先验信息）到无图 NOA，再到“端到端+VLM”正式推送，公司在智能驾驶方面完成了从追赶、持平到行业领先，2024 年 11 月底公司正式推送“车位到车位”功能，成为国内首个实现车位到车位功能全量推送的车企。在智驾迭代速度方面，根据公司公布数据显示，2024 年智能驾驶年度升级次数达到 12 次。

图表22 公司智能驾驶近 1 年来重要 OTA 迭代

时间	OTA 版本	智能驾驶迭代
2023/12/19	OTA 5.0	全场景 NOA 推送，覆盖全国高速及城市环线，全国 100 城的城市道路陆续开放
2024/3/30	OTA 5.1	ELK 避让侧方车辆、智能泊车偏好选择、NOA 琳车避让、智能泊车自动折叠后视镜
2024/5/10	OTA 5.2.0	路口横穿 AEB、起步倒车盲区横穿 AEB、NOA 施工绕行、AEB 避撞速度提升
2024/6/7	OTA 5.2.1	关门泊入、智能泊车偏好记忆
2024/7/15	OTA 6.0	无图 NOA 推送，不依赖高精地图等先验信息，在全国范围内可导航的城市道路均可使用
2024/8/1	OTA 6.1	全自动紧急转向 AES、近距离加塞 AEB 增强、相邻车道连续锥桶提醒
2024/9/1	OTA 6.2	车位随心画、全方位低速 AEB、关门泊入、后向碰撞预警
2024/9/24	OTA 6.3	误加速抑制
2024/10/23	OTA 6.4	向 AD Max 用户全量推送“端到端+VLM”智驾系统
2024/11/28	OTA 6.5	向 AD Max 用户全量推送“车位到车位”智驾功能，全国收费 ETC 自主通行、R-MAI 倒车误踩加速踏板抑制
2025/01	OTA 7.0	高速城市全场景端到端、AI 推理可视化交互、智能泊出

资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

多项智驾功能首发，智驾接管里程快速提升。我们在 2024 年 12 月发布的年度策略《增程车 2.0，AI 智驾 1.0》中指出，2024 年底或 2025 年上半年头部智驾车企将实现车位到车位功能的推送，这也是 AI 智驾消费者体验的第一块试金石，随后车企将进入接管里程的比拼。公司全量推送“端到端+VLM”后智能驾驶的迭代速度进一步加快，2024 年 11 月，公司实现车位到车位功能全量推送，华为 ADS 该项功能则于 24 年 12 月逐步释放，小鹏汽车目前推送的是车位到车位功能的先锋版。在接管里程方面，公司目前的综合 MPI（城市+高速单次接管里程间隔）预计达到 100 公里（理想 AI Talk 披露数据），根据公司

规划，到 25 年、26 年，MPI 将提升至 500 公里、甚至 1000 公里以上，而根据公司智驾负责人郎咸朋的预测，要达到 500 公里的综合 MPI，预计需要 2000 万 Clips 的水平，筛选优质司机数据（占全部人类司机的 5%），隐含的数据量要达到 50 亿公里甚至上百亿公里的水平。

图表23 主要车企车位到车位功能推送时间表（不完全统计）

车企	时间	推送节奏
理想汽车	2024/11/28	车位到车位功能向 AD MAX 用户全量推送
华为乾崮 ADS	2024/12	车位到车位功能将逐步释放
小米汽车	2024/12	车位到车位（先锋版）推送
小鹏汽车	2024/12	车位到车位(先锋版)推送，首发一套软件车位到车位
极氪	2025Q2	车位到车位功能将于 2025 年第二季度实现全国推送

资料来源：各车企官方微信公众号，平安证券研究所

智能驾驶体验优化对公司车辆销售起到提振作用。智驾里程增加使得系统迭代速度加快（系统迭代以天计），智驾系统场景适应性（有路就能开）、拟人程度、通行效率（接管次数降低）等维度的优化节奏加快，车主会开始逐步信任并乐于使用智驾系统，从而进入“好用”、“爱用”的正循环。2024 年公司在智驾领域取得了较快的进步，我们认为目前理想与华为、小鹏处于国内智驾领域的第一梯队。智驾的进步对于销量也起到较好的促进作用，根据公司官方微信公众号披露数据，2024 年 2 月其 AD Max 的交付量占比只有 20%左右，到 2024 年下半年其 AD Max 占比已经超过 50%，其中 30 万以上车型 AD Max 交付量占比达到 75.4%，40 万以上车型 AD Max 交付量占比达到 84.6%。

五、 盈利预测与投资建议

5.1 主要关键假设

理想 L8/L9：据乘联会，2024 年理想 L8/L9 销量分别为 7.8 万/8.6 万台，同比分别下滑 34.2%/25%。目前 L8、L9 在 2025 年最主要的竞争对手问界 M8 已经亮相工信部目录，其售价和定位预计介于 L8、L9 之间。我们认为公司 L8、L9 在 2025 年的改款值得期待（纯电续航增加、城市 NOA 功能标配、舒适性配置方面等）。从市场容量看，增程车扩容趋势明确。基于这些原因，我们假设 L8/L9 在 25~26 年销量规模维持 24 年的水平，预计 L8/L9 在 25 年销量分别为 8 万/9 万台，26 年销量分别为 8.5 万/9.5 万台。

理想 L7：相比 L8、L9 在 24 年出现较大幅度下滑，L7 在 24 年的表现要优于 L8、L9，并未出现类似 L8、L9 的较大幅度下滑，据乘联会，L7 在 24 年销量达到 13.4 万台，与 23 年持平。从 2025 年竞争看，L7 与问界 M8 的价格区间相差较大，M8 对其影响有限，L7 在 2025 年的优化也有望提升其产品竞争力，我们预计 L7 在 25/26 年的销量分别为 15 万台/18 万台。

理想 L6：L6 于 24 年 4 月上市交付，目前其月销量水平已经达到 2.5 万台，成为公司在 24 年的销量支柱，公司在 24 年三季度业绩电话会中表示，目前 L6 产能紧张，将在 2025 年春节期间进行 L6 的扩产，届时 L6 月交付量有望提升 15%~20%。基于此我们预计 L6 在 25~26 年的销量分别为 31 万/36 万台。

纯电车型：公司此前规划了多款纯电车型（含已经上市的 MEGA），但截至目前尚未公布纯电车在 25 年的具体规划，我们认为 20-30 万的价格带以家户定位为主的纯电优质供给不足，如果理想在 25 年先推出 20-30 万的纯电车，取得成功的机率更大，我们假设公司在 25 年推出两款全新纯电车型（包含 20-30 万元的一款纯电车），预计公司 25 年纯电车销量达到 7 万台，26 年公司继续推出两款纯电新车，届时公司在售纯电车型将达到 5 款，预计 26 年纯电车的销量将达到 18 万台。

毛利率假设：公司增程车销量规模更大，预计其毛利率水平高于纯电车型，随着公司增程车型的规模效应释放，我们假设公司增程车 2024~2026 年毛利率分别为 20.2%/20.9%/21.4%。纯电车型目前销量规模低，但随着销量提升，其毛利率有望稳

步增长，我们假设公司纯电车 2024~2026 年毛利率分别为 15%/16%/17%。

综合上述汽车销量预测以及毛利率假设，我们预计公司 2024~2026 年整车业务营业收入为 1386 亿/1864 亿/2406 亿元，预计公司 2024~2026 年整车业务毛利率为 20.0%/20.4%/20.5%。

图表24 公司销量预测		单位：万台		
车型	2024A	2025E	2026E	
L9	8.6	9.0	9.5	
L8	7.8	8.0	8.5	
L7	13.4	15.0	18.0	
L6	19.2	31.0	36.0	
纯电	1.1	7.0	18.0	
合计	50.1	70.0	90.0	

资料来源：乘联会，平安证券研究所预测

图表25 公司汽车整车业务营收测算与毛利率假设		单位：亿元	
	2024E	2025E	2026E
增程车型			
营收	1337	1664	1891
毛利率	20.2%	20.9%	21.4%
毛利润	270	348	405
纯电车型			
营收	49	200	515
毛利率	15.0%	16.0%	17.0%
毛利润	7	32	88
合计			
营收	1386	1864	2406
毛利率	20.0%	20.4%	20.5%
毛利润	278	380	493

资料来源：平安证券研究所预测

5.2 公司盈利预测与估值分析

公司的其他销售及业务主要包括配件的销售及车辆相关的服务业务，该部分业务随着公司车型保有量的增加而逐渐增加，根据公司财报数据显示，24 年前三季度该项业务收入达到 43 亿元（其中 24 年 Q3 达到 16 亿元），毛利率达到 38.7%。我们预计公司其他销售及业务在 24~26 年的营收分别为 60 亿/80 亿/100 亿元，毛利率维持在 38%左右。结合上述公司整车业务预测，预计公司 2024~2026 年营收分别为 1446 亿/1944 亿/2506 亿元，毛利率分别为 20.8%/21.1%/21.2%。

图表26 公司营业收入与毛利率预测		单位：亿元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
整车销售业务					
营收	1203	1386	1864	2406	

同比增速	172.7%	15.2%	34.5%	29.1%
毛利率	21.5%	20.0%	20.4%	20.5%
毛利润	258	278	380	493
其他销售及服务业务				
营收	36	60	80	100
同比增速	201.3%	68.7%	33.3%	25.0%
毛利率	47.4%	38.0%	38.0%	38.0%
毛利润	17	23	30	38
合计				
营收	1239	1446	1944	2506
同比增速	173.5%	16.7%	34.5%	28.9%
毛利率	22.2%	20.8%	21.1%	21.2%
毛利润	275	300	410	531

资料来源：公司财报，平安证券研究所预测

根据公司最新情况,我们调整公司 2024~2026 年公司净利润为 79 亿/141 亿/215 亿元(原净利润预测分别为 77 亿/140 亿/199 亿元),对应当前 PE 估值为 21.4/12.1/7.9 倍。考虑到公司新能源车业务已实现稳健的盈利,因此我们选取新能源车业务同样实现盈利的赛力斯、比亚迪作为公司的可比公司,此外也选取与公司同样在高端 SUV 领域取得稳定市场份额且盈利稳健的长城汽车作为可比公司,2024~2026 年同行业可比公司平均估值为 23.0/17.5/14.7 倍,公司估值水平低于同行业可比公司。而从 PS 估值看,公司的 PS 估值也略低于小鹏汽车(基于平安证券研究所盈利预测值)。我们认为公司在 25 年手握有多张牌可灵活应对全新竞争形势,同时考虑到公司在高端增程 SUV 领域的市场地位、在智驾体验方面居于国内头部梯队,我们依然维持对理想汽车的“推荐”评级。

图表27 公司与可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司	市值/亿元 (20250117)	净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601127.SH	赛力斯	2,039	66	104	129	30.9	19.7	15.8
002594.SZ	比亚迪	8,047	385	466	548	20.9	17.3	14.7
601633.SH	长城汽车	2,178	127	140	159	17.2	15.5	13.7
可比公司均值						23.0	17.5	14.7
2015.HK	理想汽车	1,699	79	141	215	21.4	12.1	7.9

备注：各公司净利润预测为平安证券研究所预测值。

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

六、 风险提示

- 1) 宏观经济下行压力加大：宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足，这将导致公司销量不达预期；
- 2) 中大型混动 SUV 竞品增加：2025 年多家车企将推出中大型混动 SUV，对标公司的 L 系列，公司面临的竞争环境可能日益激烈；
- 3) 报告对公司 25 年车型改款以及纯电车节奏有较多的预测或推断，实际情况可能与报告中的预测、推断有较大差异，此外公司改款车型、纯电车型上市时间未定，新车上市后销量可能不达预期；

- 4) 公司在智能驾驶领域投入较大，但公司在行业内的智驾能力可能无法长期保持领先优势，或者智驾的领先无法转化为有效的销量提升。
- 5) 公司是港股上市公司，可比公司为 A 股上市公司，而港股与 A 股可能存在估值差异。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91330	104939	135300	174675
应收账款	144	119	160	206
预付款项、现金及其他	4247	5149	6925	8926
其他应收款	0	0	0	0
存货	6872	7843	10508	13529
其他流动资产	11933	13929	18734	24148
流动资产总计	114526	131979	171627	221485
长期股权投资	1595	1595	1595	1595
固定资产	15745	14965	15769	16540
在建工程	0	2000	2250	2750
无形资产	6803	5670	4536	3402
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	4798	4798	4798	4798
非流动资产合计	28942	29028	28948	29085
资产总计	143467	161007	200575	250570
短期借款	6975	6320	5755	4705
应付账款	51870	58336	78151	100622
其他流动负债	13897	17435	23413	30157
流动负债合计	72743	82092	107319	135485
长期借款	1747	2002	2277	2582
其他非流动负债	8402	8402	8402	8402
非流动负债合计	10150	10405	10680	10985
负债合计	82892	92496	117999	146469
股本	2122	2122	2122	2122
储备	60366	60366	60366	60366
留存收益	-2345	5590	19656	41180
归属于母公司股东权益	60143	68078	82144	103668
归属于非控制股东权益	433	433	433	433
权益合计	60575	68511	82576	104101
负债和权益合计	143467	161007	200575	250570

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	19009	7936	14065	21524
折旧与摊销	1805	3914	4580	5363
财务费用	86	-1711	-2611	-4499
其他经营资金	29793	6160	16506	18733
经营性现金净流量	50694	16298	32540	41121
投资性现金净流量	-12	-4000	-4500	-5500
筹资性现金净流量	185	1311	2321	3754
现金流量净额	50867	13609	30361	39375

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	123851	144565	194436	250626
销售成本	96355	114515	153413	197524
其他费用	9504	10800	14400	17400
销售费用	4764	5465	6562	7895
管理费用	5822	6679	8020	9649
财务费用	-1997	-1711	-2611	-4499
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	7407	7106	12040	18158
其他非经营损益	1048	0	0	0
税前利润	10452	8817	14651	22657
所得税	-1357	882	586	1133
税后利润	11809	7936	14065	21524
归属于非控制股东利润	105	0	0	0
归属于母公司股东利润	11704	7936	14065	21524
EBITDA	12343	11020	16620	23522
NOPLAT	18279	6396	11559	17251
EPS(元)	5.52	3.74	6.63	10.14

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率(%)	173.5	16.7	34.5	28.9
EBIT 增长率(%)	613.3	-32.6	69.4	50.8
EBITDA 增长率(%)	1570.9	-10.7	50.8	41.5
税后利润增长率(%)	681.1	-32.8	77.2	53.0
盈利能力				
毛利率(%)	22.2	20.8	21.1	21.2
净利率(%)	9.5	5.5	7.2	8.6
ROE(%)	19.5	11.7	17.1	20.8
ROA(%)	8.2	4.9	7.0	8.6
ROIC(%)	96.6	-66.3	-84.7	-68.3
估值倍数				
P/E	14.5	21.4	12.1	7.9
P/S	1.4	1.2	0.9	0.7
P/B	2.8	2.5	2.1	1.6
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	9.5	12.4	5.2	1.5
EV/EBITDA	8.1	8.0	3.8	1.2
EV/NOPLAT	5.5	13.8	5.4	1.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	