

理想汽车-W (02015)

证券研究报告

2025年02月08日

智能化定义新豪华，国产替代空间可期

电动化浪潮下开启自主替代的 0-1，智能化催化 1-10 进程。电动化浪潮下，自主品牌依靠领先的三电技术和智能座舱的快速应用，率先在高端化市场实现了自主渗透率提升的 0-1 阶段。2019-2024 年自主品牌在 30W 以上的 SUV 市场中渗透率由不足 5% 快速提升至超过 30%，渗透率的提升主要依靠对二线豪华品牌的蚕食得以实现，一线豪华品牌 BBA 依靠降价和品牌力影响销量保持坚挺。根据 2024 年数据，BBA 在华销量下滑-10%，但仍有百万销量规模，国产替代空间较大。同时 BBA 的降价和销量下滑给经销商带来了经营压力，目前经销商退出初显端倪，销量或将承压明显。

产品定义能力赋能，补能网络完善后纯电放量可期。公司在纯电布局失利后，迅速调整组织架构，目前聚焦产品部业务打磨，并将 CEO 办公室更名为“产品与战略群主”，重新聚焦产品定义与用户调整。伴随着组织架构的重新调整和战略的再度聚焦，我们判断 L 系列产品定义的能力有望在纯电序列实现复刻。此外在纯电网络布局上，Mega 上市初期属于纯电网络布局的初期，续航里程焦虑和补能焦虑问题尤为明显，经历过 2024 年在补能网络的强资本开支，目前理想超充战略布局接近 2000 家，达到市场头部水平。800V 加速上车背景下，快充补能网络重要性日益凸显，理想在 5C 快充站点布局上仅次于极氪，补能体系已经趋于完善。产品定义能力的重新聚焦、充电补能体验行业领先、智驾体验跻身行业前列，产品力或具备明显超预期可能，纯电放量可期。

出海布局落地，兼具销量和利润弹性。2024 年公司成立出海一级部门，并陆续开启组织架构搭建、渠道网络布局和海外销售人员招聘，出海布局加速推进。出海的难题主要是海外消费者对品牌认知弱以及产品力等，但此前理想已有大量平行出口。以俄罗斯为例，2024 年销量超过 2 万辆，在消费者教育和品牌认可度方面已经实现了早期的积累。此外在中东、中亚等区域，中大型 SUV 颇受欢迎，同时油电价差、资源情况适合增程铺开市场，L 系列有望凭借出色的产品力获得较大市场份额。从当前平行出口的海外定价来看，理想出海或有机会实现较大的销量规模和利润弹性。

智驾奇点将至，智能化或将定义新豪华。伴随着头部车企开启端到端上车和车位到车位的推送，以及 L3 的潜在落地。智驾的拟人性实现了跨越式的发展，伴随着智能化在购车决策中影响占比提升，自主有望迎来 1-10 的国产替代加速阶段。

盈利预测与投资建议：公司产品定位家庭用车，增程 L 系列持续打造行业热门车型，新车 L6 下探价格有望持续带动销量增长；纯电系列依靠补能网络的持续完善或将复刻增程系列的市场佳绩，带来第二增长曲线。预计 24-26 年公司收入为 1476、2019、2518 亿元，净利润为 86、149、186 亿元。对应 2025 年 PS 为 1.00 倍，维持“买入”评级。考虑到公司在智能化的领先表现以及纯电新产品序列带来新一轮成长周期，给与 2025 年 1.5X 的 ps，对应目标市值 3000 亿，对应目标股价 141.5 港元。

风险提示：市场竞争加剧，新车上市节奏不及预期，高端市场需求不及预期等，选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

投资评级

行业	非必需性消费/汽车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	103.2 港元
目标价格	141.5 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,122.02
港股总市值(百万港元)	218,992.49
每股净资产(港元)	34.80
资产负债率(%)	56.70
一年内最高/最低(港元)	182.90/68.65

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
谢坤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120002	
xiekun@tfzq.com	
孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《理想汽车-W-公司点评:24Q2 业绩承压,Q3 触底反弹,全年业绩有望延续》 2024-12-04
- 《理想汽车-W-公司点评:Q2 业绩逐步筑底,需求驱动订单恢复,全年业绩有望向上》 2024-09-18
- 《理想汽车-W-公司点评:看好 L6 带动市占率提升,纯电平台延后拉长理想第二增长曲线的验证周期》 2024-05-31

内容目录

1. 高端市场国产替代加速，增程系列仍有增长空间.....	4
1.1. 智驾定义新豪华，BBA 国产替代空间大	4
1.2. 渠道下沉开启，国产替代加速	5
1.3. 出海布局落地，品牌出海已先行	7
2. 纯电网络加速完善，智能化全面赋能.....	10
2.1. Mega 产品力强，补能焦虑+定价是销量不及预期的核心	10
2.2. 补能网络持续完善，纯电系列放量可期	11
3. 盈利预测和估值.....	13
3.1. 盈利预测	13
3.2. 估值.....	13
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 理想 L 系列销量	4
图 2: 30 万-60 万 SUV 市场销量（不含特斯拉）	4
图 3: 换购用户意向能源类型分布	4
图 4: 换购新能源用户意向品牌类型分布	4
图 5: 2023 年主流品牌的家庭购车用户渗透率 TOP20	5
图 6: 豪华品牌均价（万元）及折扣率变化	6
图 7: BBA 及理想销量和同比	6
图 8: 购车考虑的首要因素	6
图 9: 购买中国新能源车的原因占比	6
图 10: 1-11 月份理想在俄罗斯市场销量达 2.1 万	7
图 11: 俄罗斯进口商网上售卖理想汽车，价格约为国内 1.5 倍	7
图 12: 中东、中亚地区中大型 SUV 年销量（万辆）	8
图 13: 理想 L9 与丰田陆巡配置对比具备明显竞争力	8
图 14: 各地区 PHEV 销量（单位：辆）及占总销量比重变化趋势	8
图 15: 中东 PHEV 销量（单位：辆）及比重变化趋势	8
图 16: 购买腾势 D9 重视因素 TOP10	10
图 17: 购买极氪 009 重视因素 TOP10	10
图 18: 理想当前组织架构	11
图 19: 800V 车型情况	11
图 20: 2024 年 1-7 月新能源乘用车 800V 高压车型销量 TOP10	11
图 21: 部分车企 360kW 以上超充站数量（单位：座）	12
图 22: 理想汽车盈利预测.....	13
表 1: 2025 部分豪华 SUV 规划	4
表 2: 理想汽车场景定义	5

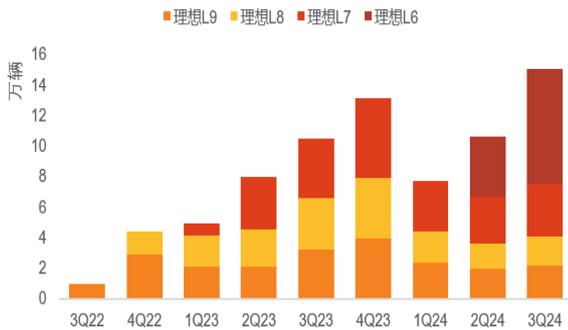
表 3: 部分车企 2025 智驾规划	6
表 4: MEGA 及竞品参数对比	10
表 5: MEGA 上市前后理想补能网络对比	12
表 6: 估值对比	13

1. 高端市场国产替代加速，增程系列仍有增长空间

1.1. 智驾定义新豪华，BBA 国产替代空间大

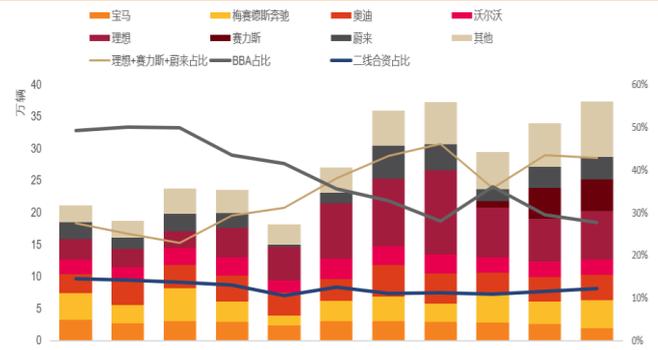
电动化引领自主向上，开启高端市场由 0-1 的国产替代。电动化浪潮下，自主品牌凭借优秀的产品定义能力、深度的用户挖掘能力以及电动化技术/成本的领先优势，在 30W 以上的高端市场实现了品牌向上。截至 2024Q3，自主在高端市场占有率已从 2022 年 Q1 的 28% 提升至超过 40%。目前，排除 BBA 外的二线合资品牌市占率跌落至 15% 以内，但 BBA 销量仍旧占比较大，2024 年单季度销量仍旧超过 10W 辆。从市场规模来看，30-50W 的 SUV 市场单季度销量约 50W，合资品牌的销量体量在 30 万辆级别，仍具备较大国产替代空间。

图 1：理想 L 系列销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

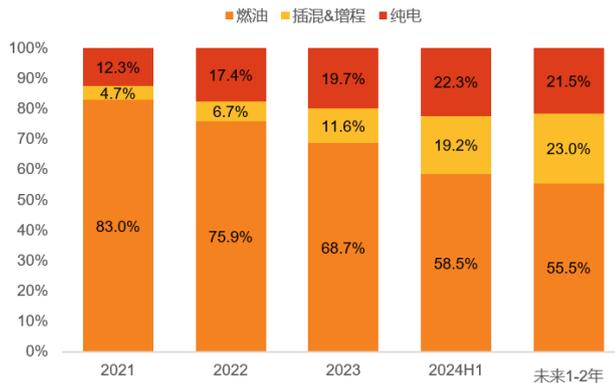
图 2：30 万-60 万 SUV 市场销量（不含特斯拉）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

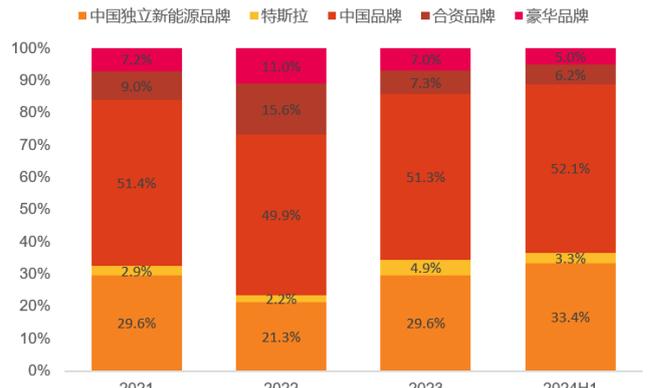
电动化再进阶，换购高峰将至，自主&新能源成为最佳选择。据汽车之家研究院测算，2024-2026 年中国车市有望迎来换购高峰。而在消费升级的趋势下，价格和尺寸升级成为换购市场主基调，2024H1 换购用户新车均价提升约 4 万元。同时，从能源类型角度来看，换购用户对新能源产品的青睐愈发显著；从品牌角度来看，2024 上半年，更多的用户选择换购中国独立新能源品牌，豪华品牌和特斯拉的倾向性减弱。

图 3：换购用户意向能源类型分布



资料来源：汽车之家研究院公众号，天风证券研究所

图 4：换购新能源用户意向品牌类型分布



资料来源：汽车之家研究院公众号，天风证券研究所

自主豪华 SUV 入局，2025BBA 销量承压。在 BBA 份额持续走低的背景下，中国新能源品牌对其步步紧逼，2025 年 1 月，领克 900 的发布打响了自主豪华 SUV 围攻 BBA 的第一枪。2025 年，深蓝、腾势等自主新能源品牌陆续推出新的高端 SUV 产品，理想也预计在 2025 年推出 i 系列多款纯电 SUV，进一步加剧了国内 30 万以上豪华 SUV 的竞争。作为自主品牌的高端车型，其共性均为拥有极高配置和拥有更成熟的新能源体系，而车企也更愿意主动应对价格战，具有较强的竞争力，将进一步加剧 30 万元以上 SUV 市场的竞争程度。

表 1：2025 部分豪华 SUV 规划

产品	上市时间	能源类型	核心要点
----	------	------	------

领克 900	2025H1	PHEV	基于品牌最高端整车架构“SPA Evo 架构”打造
腾势 N9	2025Q1	PHEV	2.0T 发动机+三电机组成，纯电续航 165 公里
深蓝 S09	-	REEV	车长超 5.2m，轴距 3105mm，纯电续航 170-180km
理想 i7	2025	BEV	纯电 SUV
理想 i8	2025	BEV	纯电 SUV
理想 i9	2025	BEV	纯电 SUV

资料来源：车主指南、成都国际汽车展览会公众号，汽车之家，天风证券研究所

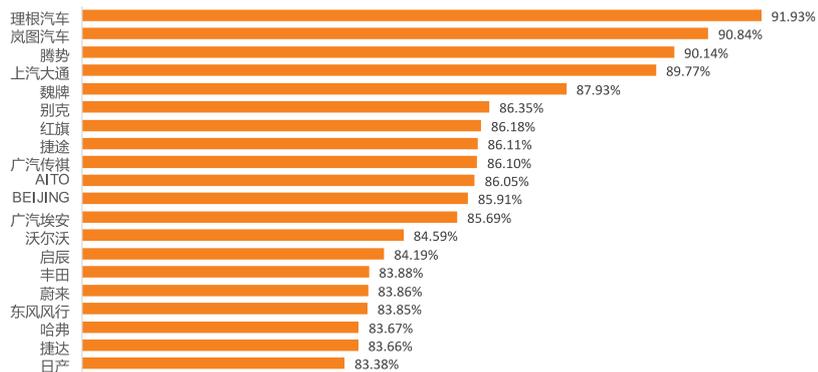
车和家造车理念深入人心，纯电 i 系列或将实现复刻。以理想 ONE 为始，理想创造“家庭用车”市场。从营销及产品配置上，理想旗下车型针对家庭用户需求，营造“奶爸车”氛围，将产品定义为“移动的家”，直击家庭用户的内心。理想 ONE 在续航里程、座椅配置、后排空间、后备箱等方面针对性的做了痛点解决方案，在市场中脱颖而出成为畅销产品。理想 ONE 曾连续 15 个月夺得中大型 SUV 销量冠军，2023 年 6 月份，随着最后一辆理想 ONE 交付，这款“现象级”产品累计销量超 21 万辆，画上了圆满的句号。当前，理想已经成为家庭用车品牌的标杆，随着后续纯电 i 系列的推出，进一步降低家庭用车成本，叠加自身的品牌知名度及 BBA 份额的走低，理想或将有机会分得一杯羹。

表 2：理想汽车场景定义

汽车要素	设计内容	场景定义
电源	支持最大 2200w 的对外电源输出	满足外出野营活动场景，对电源的需求
空调	三区温度控制，二排出风口位于车顶部	满足老人、儿童乘坐场景，空调风量不宜过大的健康需求
独立座椅	一排和二排座位标配了腰部按摩功能以及舒适软枕	满足长途旅行场景，乘客的舒适需求
后排座椅	二排和三排都配有 ISOFIX 儿童座椅接口	满足多孩出行场景，儿童的安全需求
行李箱	超大空间，可以容纳最大号的婴儿推车	满足带娃外出场景，携带婴儿车、自行车等儿童用具的空间需求
车机控制	全车语音交互	满足二、三排家人乘坐场景，孩子、老人可通过语音交互的方式实现对车机节目音乐等内容切换的娱乐需求

资料来源：鼎帷咨询公众号，天风证券研究所

图 5：2023 年主流品牌的家庭购车用户渗透率 TOP20



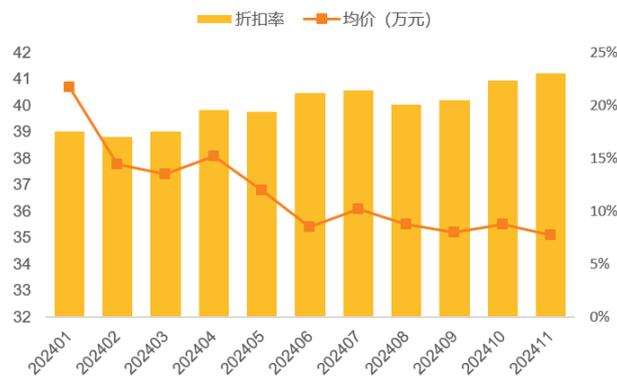
资料来源：易车研究院公众号，天风证券研究所

1.2. 渠道下沉开启，国产替代加速

价格调整下销量短期企稳。2024 年受中国汽车市场激烈的价格战影响，同时新势力品牌的权益及价格下探、产品力提升使得 BBA 在国内市场纷纷降价。2024 年 11 月豪华品牌成交均价降至 35.1 万元，较 2024 年初下降 5.6 万元，折扣率增长至 23.1%，同比+7.0pct。价格的调整短期有利于销量的稳定，但仍旧难掩其在国内市场的颓势。2024 年 BBA 在华销量均有明显下滑，其中较早退出价格战的宝马销量下滑 15%以上。反观以理想等新势力品牌销量同比均实现攀升，理想 2024 年全年销量达 50.45 万辆，同比+34.2%。

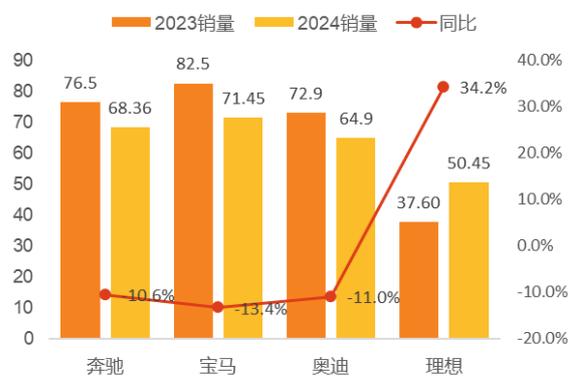
销量&价格体系不稳定，渠道流失加速。渠道经销商在价格、销量下滑的双重压力下面临着较大的经营压力，部分经销商已经出现流失。如北京华阳奥通不再进行一汽奥迪品牌的经销业务，将奥迪门店改建为华为问界专卖店。在 2024 广州车展蔚来汽车交流会上，蔚来高级副总裁魏健就曾透露，2023 年以来，已有超过 40 家传统豪华品牌经销商终止先前业务，选择与蔚来合作。经销商大规模流失 BBA 在内的诸多豪华车企面临更大的渠道压力。

图 6：豪华品牌均价（万元）及折扣率变化



资料来源：大搜车智云，天风证券研究所

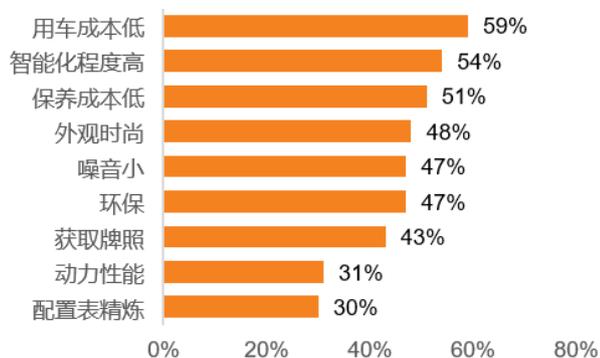
图 7：BBA 及理想销量和同比



资料来源：21 世纪经济报道公众号、中汽协公众号、经观汽车公众号、中国证券报公众号，天风证券研究所

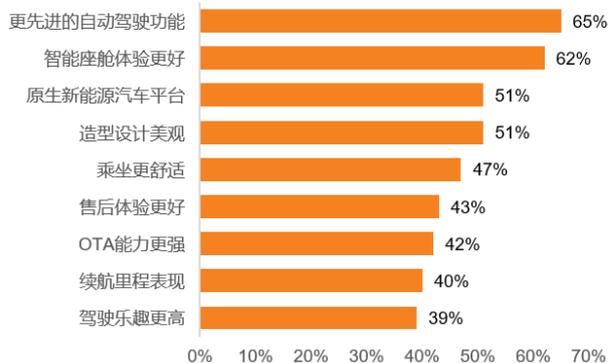
智能化成为主要影响购车决策的主要因素，自主新能源高智能化水平深受青睐。据《2024 麦肯锡中国汽车消费者洞察》报告，有 54% 的消费者在购车时会考虑车型的智能化程度，该考量因素高居第二位；而在购买中国新能源汽车的原因中，先进的智驾和智能座舱成为用户选择自主品牌最直接的两个原因。高智能化水平已经逐步发展成为当前乘用车的主要竞争力，未来不具备智驾能力或智驾能力较弱的车型或逐渐失去市场竞争力。

图 8：购车考虑的首要因素



资料来源：甲子光年公众号，《2024 麦肯锡中国汽车消费者洞察》，天风证券研究所

图 9：购买中国新能源车的原因占比



资料来源：甲子光年公众号，《2024 麦肯锡中国汽车消费者洞察》，天风证券研究所

高阶智能定义新豪华，高端化国产替代迈入 1-10 的加速阶段。作为智驾第一梯队的理想、华为等，均预计于 2025 年实现 L3 的初步落地，特斯拉 FSD 也在加速入华布局。理想希望在 2025 年实现 L3 有监督智能驾驶并开启车位到车位的推送。当前智能化在消费者购车决策中扮演越来越重要的角色，随着 L3 级别的加速落地，端到端大模型提升智驾拟人化能力，开启智驾体验大迭代。而外资车企在电动化领域仍旧处于追赶状态，智能化浪潮下更是落后于头部新势力车企。由品牌认知构筑的豪华车企护城河有望被打破，智能化或将定义新的豪华体验，助力自主品牌在豪华车市场迈入 1-10 的国产替代加速阶段。

表 3：部分车企 2025 智驾规划

车企	规划
理想	预计 2025 实现 L3
特斯拉	预计 2025 年实现 FSD 入华

鸿蒙智行	推动 L3 落地，上市数十款搭载 ADS 智驾的新车型
极氪	25Q1 推送车位到车位
小米	25Q1 推送车位到车位
智己	2025 实现 door to door (门到门)
长城	魏牌、哈弗智驾研发进度加快，推动哈弗高速 NOA 落地
长安	未来高阶智驾车型将标配 500TOPS 以上算力
比亚迪	目标 2025 将高阶智驾下探至 10 万元价格带

资料来源：赛博汽车公众号、小讯 AI 公众号、HiEV 大蒜粒车研所公众号、36 氪汽车公众号、长安汽车公众号、新智驾公众号，天风证券研究所

Thor 上车提升智驾，2025 大有可为。作为行业首个全量推送车位-车位功能的车企，理想智驾能力已经步入行业第一梯队。1) 对于增程 L 系列，理想 2025 款车型预计将搭载入门级 Thor 芯片，单芯片算力达 750TOPS，进一步提升理想智驾能力，应对 L3 级别高阶智驾的到来；曾无法使用城市 NOA 的 Pro 车型也有望支持城市 NOA 全场景智驾。智能化的持续提高进一步加强产品竞争力；2) 对于纯电系列，L 系列庞大的智驾车队及理想的高阶技术或将使得纯电产品的智驾能力实现落地即成熟，加速纯电产品在中立足。

1.3. 出海布局落地，品牌出海已先行

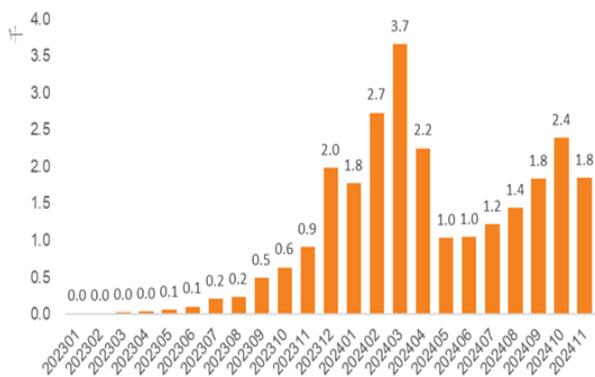
内功修炼完成，出海布局落地。2020-2024 年是中国汽车出海的大年，但作为新势力的车企之一，公司此前一直聚焦于产品谱系完善、市场品牌力构建和组织架构完善等内部治理等问题。2025 年公司针对出海市场的组织架构、海外品牌认知、渠道搭建等方面开始逐步发力，开启了出海布局的第一步。

- ① **组织架构：成立出海一级部门。**2024 年 10 月末 36 氪报道，理想成立出海一级部门，负责人为王进，向销售与服务高级副总裁邹良军汇报。王进此前在华为工作，负责华为终端在智利的业务销售与服务。
- ② **出口形式规划：以直营或招募当地经销商为核心。**2024 年 2 月邹良军表示理想会在海外坚持直营模式，在中东和中亚建立售后服务网络。但后续考虑到直营模式挑战更大、会冲击当地经销商，公司或将策略调整为招募当地经销商。出海一级部门成立时间尚短，但公司重视海外市场，可以预期后续出口方式或将从平行出口改为直营/当地经销商。
- ③ **目标地区：重点关注中亚、中东等区域布局。**和此前国内车企出海将欧洲作为出海第一站不同，考虑到欧洲关税政策、消费者对车型的偏好以及品牌认知度等问题，公司将中亚、中东等作为出海的第一站。

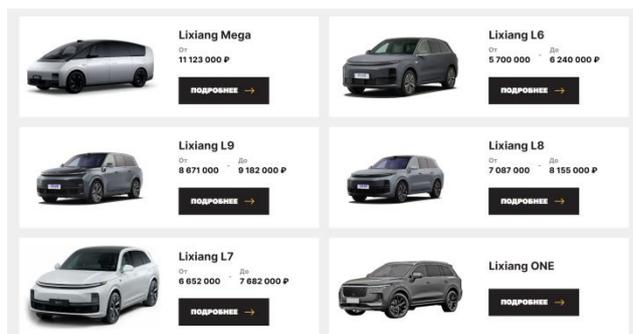
俄罗斯市场：平行出口盛行，品牌认知已构建，具备快速起量和高利润弹性。2024 年 1-11 月，理想在俄罗斯终端零售 2.1 万辆，但均以平行进口形式（二手经销商操作）进行，由贸易公司以市场零售价购买车辆上牌后，进行二次出口或进口的车辆贸易。终端价格来看，L9/L7 在俄罗斯售价高达 66 万/55 万人民币，较国内市场价格涨幅达 50%以上。从市场表现来看，增程的产品形态在俄罗斯区域接受度高，且经历了 BBA 退出俄罗斯市场后理想依靠大空间、优秀的智能化表现迅速获得市场认可，当前已经完成了市场的品牌认知和消费者教育。

图 10：1-11 月份理想在俄罗斯市场销量达 2.1 万

图 11：俄罗斯进口商网上售卖理想汽车，价格约为国内 1.5 倍



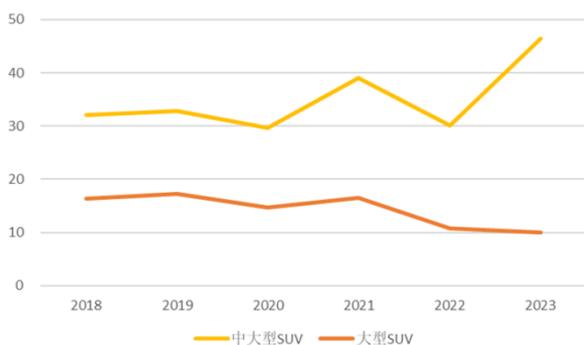
资料来源：崔东树，天风证券研究所



资料来源：e-n-cars，天风证券研究所

中亚&中东市场：产品定位契合市场，出海前景广阔。公司中大型 SUV 的定位符合当地市场偏好，且市场规模持续增长。和当前市场竞品来看，理想具备较强竞争力。以中东大型 SUV 销量冠军丰田陆巡为例，理想 L9 在智能化及性价比方面具备明显比较优势。L9 在油耗较陆巡大幅降低，在车内舒适性配置方面，L9 凭借车内四屏互联，以及座椅标配通风按摩，在中东大家庭且天气炎热的环境下，可以与陆巡拉开显著差距。落地价格以沙特为例，向该地区平行出口乘用车需缴纳共 10% 车辆价格的税费，新车进口则需要 20% 的税费。以 L9max 为例平行进口和新车进口的落地价格在 50 万元上下，较陆巡仍有明显的价格优势。

图 12：中东、中亚地区中大型 SUV 年销量（万辆）



资料来源：marklines，天风证券研究所

图 13：理想 L9 与丰田陆巡配置对比具备明显竞争力

车型	理想L9	丰田陆巡GXR3
价格/万元人民币	40.98-43.98 (国内价格)	55.98
动力类型	插混	燃油
座位	2+2+2	2+3+2
长宽高	5218*1998*1800	5115*1980*1945
最大功率/马力	449	409
最大扭矩/(N·m)	620	650
油耗/亏电油耗(L/100km)	7.6	9.9
综合续航里程/km	1176	1111
屏幕尺寸	①仪表盘: 方向盘4.82英寸 ②中控屏: 3K 15.7英寸 ③副驾驶娱乐屏: 15.7英寸 ④后排屏幕: 15.7英寸	12.3英寸 中控屏
扬声器	21	6
220V电源插座	✓	✓
手机无线充电	✓	✓
自动泊车	✓	×
座椅加热通风按摩	✓	×
空调	三区自动空调	双区, 后排仅可制冷

资料来源：懂车帝、丰田官网，天风证券研究所

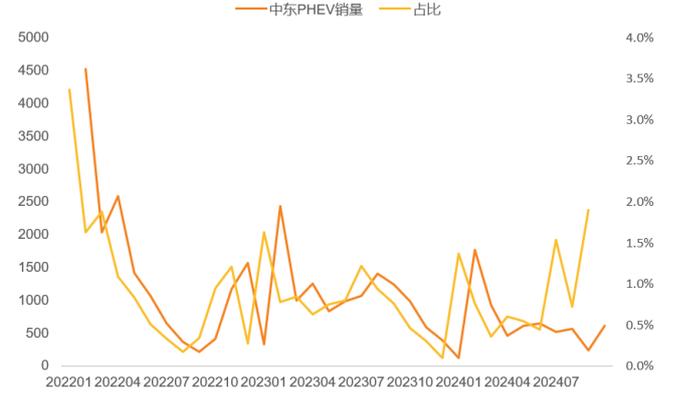
公司产品有望填补当地 PHEV 供给的空白：中亚和中东地区客观条件适合增程车，但缺乏优质供给、PHEV 渗透率极低。1) 目前 PHEV 销量占比极低。东欧中亚和中东的 PHEV 渗透率均不足 2%，但东欧中亚的 PHEV 占比呈明显的上升趋势。2) **地区特点适合增程车铺开市场：①电贵油贱。**将单升油价与家用单度电价的比值作为比较值，中国 15.2，沙特 11.7，以色列 12.2，俄罗斯 11.1。昂贵的电价削弱了纯电车的吸引力。增程凭借省油以及无里程焦虑的特点，用户由燃油车转投增程更加方便。②**充电基础设施落后**，中东地区的以色列、阿联酋车桩比高达 20 和 50。落后的充电基础设施情况，进一步放大纯电续航里程焦虑，但这为增程动力车辆提供了广阔的市场空间。

图 14：各地区 PHEV 销量（单位：辆）及占总销量比重变化趋势

图 15：中东 PHEV 销量（单位：辆）及比重变化趋势



资料来源: Marklines, 天风证券研究所



资料来源: Marklines, 天风证券研究所

2. 纯电网络加速完善，智能化全面赋能

2.1. Mega 产品力强，补能焦虑+定价是销量不及预期的核心

从产品力角度看，MEGA 具备较强竞争力。作为售价高达 50 万元的 MPV，MEGA 的价格虽高于 X9、D9 BEV、极氪 009 等竞品车型，但在尺寸上有明显提升。对比极氪 009，MEGA 在智驾上有断档优势，双 Orin-X 芯片的算力为极氪 009 的 10 倍；对比小鹏 X9，MEGA 在续航上增加了 70km，同时前排的副驾标配按摩及娱乐屏也让 MEGA 的舒适程度进一步得到提升。综合来看，作为一款家庭 MPV，MEGA 的配置与价格是匹配的，与竞品相比在产品力上也不落下风。

表 4：MEGA 及竞品参数对比

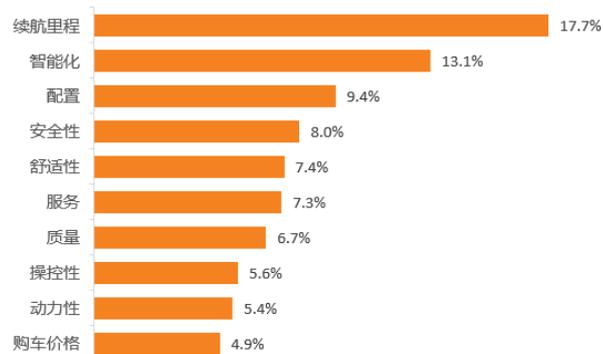
MEGA及竞品参数对比				
车型	MEGA	极氪009 七座过道版 四驱	小鹏X9 640四驱高性能MAX	腾势D9 四驱旗舰
指导价	52.98	50.9	41.98	46.58
尺寸 (mm)	5350*1965*1850	5217*2024*1812	5293*1988*1785	5250*1960*1920
轴距 (mm)	3300	3205	3160	3110
纯电续航 (km)	710	850	640	600
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池
电池容量kWh	102.7	140	101.5	103.36
快充表现	×	0.5h 10%×80%	0.33h 10%×80%	×
电机功率 (kW)	400	450	370	275
座椅材质	真皮	真皮	真皮	真皮
座椅功能	前排：●加热、●通风、●按摩 后排：●加热、●通风、●按摩	前排：●加热、●通风、●按摩、●头枕扬声器 后排：●加热、●通风、●按摩、●头枕扬声器	前排：●加热、●通风；仅驾驶员位：●按摩、●头枕扬声器 后排：●加热、●通风、●按摩	前排：●加热、●通风、●按摩 后排：●加热、●通风、●按摩
娱乐屏构成	副驾*1 后排*1	后排*1	后排*1	后排*2
HUD	●	×	×	●
车机芯片	高通骁龙8295P	高通骁龙8295*2	高通骁龙8295P	×
智驾芯片	NVIDIA Orin X*2	EyeQ5H*2	NVIDIA Orin X*2	×
算力	508TOPS	48TOPS	508TOPS	×
智驾路段	●城市 ●高速	○城市 ○高速	●城市 ●高速	×
自动泊车	●	●	●	●
悬挂	前双叉臂+后多连杆	前双叉臂+后多连杆	前双叉臂+后多连杆	前双叉臂+后多连杆
空气悬架	●	●	●	×
摄像头数量	11	11	11	5
超声波雷达数量	12	12	12	12
毫米波雷达数量	1	1	3	5
激光雷达数量	1	1	2	×

注：●-标配；○-选配；×-无此配置

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

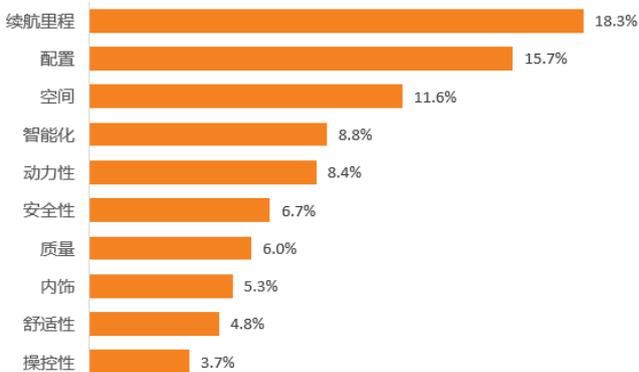
里程焦虑和定价是 Mega 失利的核心影响因素。和 L9 相比定价高 9 万，虽然在尺寸空间有较大升级，但是在智能化、座舱配置等方面没有拉开显著差异，因此容易受到比价因素的影响，在性价比方面没有明显优势。其次是补能体验焦虑的问题没有得到很好的解决。以 2024 年 MPV 市场销量第一的腾势 D9 和获得 40 万以上 MPV 销冠的极氪 009 为例 据 58 汽车研究院进行调研得出的数据，用户普遍将续航里程放在第一位。纯电 MPV 的续航里程及补能便捷性较混动 MPV 或是传统燃油 MPV 相比有较大劣势，且作为纯电序列的首款产品，理想在 Mega 上市时补能网络尚未完善，用户里程焦虑和补能体验方面具备明显劣势。

图 16：购买腾势 D9 重视因素 TOP10



资料来源：汽车之家，58 汽车研究院，天风证券研究所

图 17：购买极氪 009 重视因素 TOP10



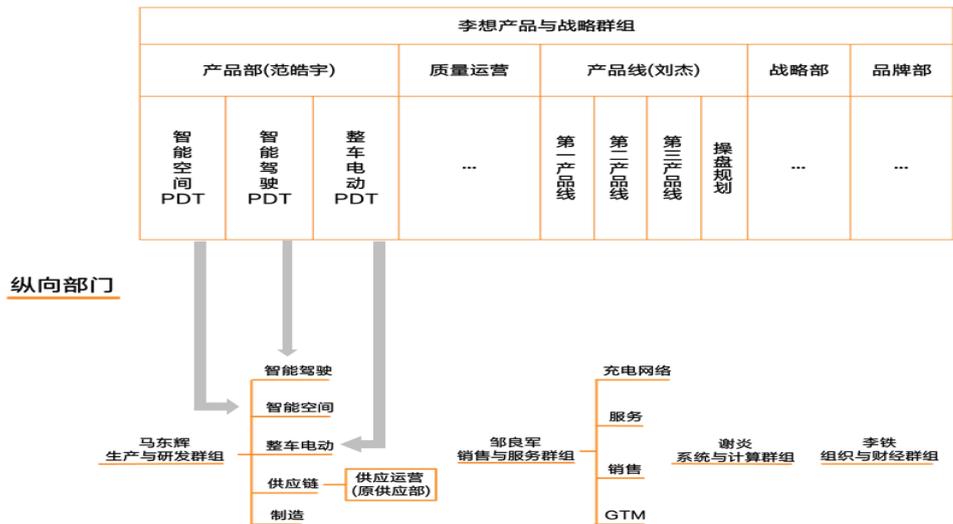
资料来源：汽车之家，58 汽车研究院，天风证券研究所

2.2. 补能网络持续完善，纯电系列放量可期

组织架构调整，重新聚焦用户，产品定义能力有望复制。24年4月，继MEGA销量遇冷之际，理想宣布大规模升级当前的矩阵组织：将车型PDT和商业PCT合并为“产品线”，供应部和GTM回到垂直部门。过去，产品部、供应部、商业部都需要直接向李想本人直接汇报；目前只剩下产品部。此次调整，CEO办公室正式更名为“产品与战略群组”，将着重聚焦产品与战略，而供销的回归使得理想当前的组织架构与华为的更加接近。同时，仅剩产品部需要向李想直接汇报，有利于李想将更多的精力聚焦在产品上，持续高效地打磨M系列产品。

图 18：理想当前组织架构

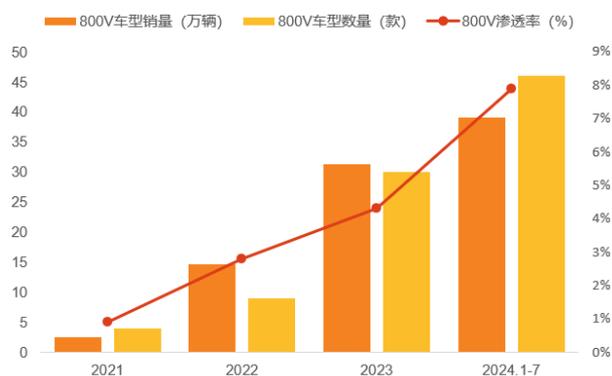
横向部门



资料来源：晚点 Auto 公众号，天风证券研究所

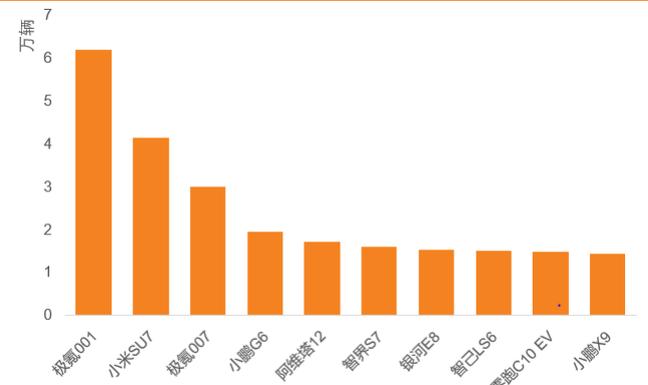
800V 上车加速纯电车型的普及节奏。近年来，800V 高压平台概念火热，其主要服务于纯电车型，通过提升工作电压来提高补能效率，对于部分车型可做到 15min 补能 510km，相较于市面上主流 400V 平台显著增强了充电效率和续航能力。截至 2024 年 7 月，800V 车型销量达 39 万辆，较 23 年全年销量增加 7.7 万辆，在售车型达 46 款，环比 23 年全年增加 16 款，800V 渗透率达 7.9%，环比 23 全年+3.6pcts。分产品来看，24 年 1-7 月搭载 800V 平台的乘用车销量第一位极氪 001，月均销量近 0.9 万辆，800V 概念已经得到了消费者的认可。

图 19：800V 车型情况



资料来源：高工产业研究院，交强险，高工锂电公众号，天风证券研究所

图 20：2024 年 1-7 月新能源乘用车 800V 高压车型销量 TOP10



资料来源：高工产业研究院，交强险，高工锂电公众号，天风证券研究所

补能网络持续完善，理想纯电产品显著受益。在 MEGA 上市时，理想超充站和超充桩数量分别为 349 座和 1510 根；而截至 2025 年 1 月 5 日，理想超充站和超充桩数量分别达 1730

座和 9122 根，实现了成倍数的增长。补能网络完善程度大幅度提高。同时，理想在高速公路部署充电站超 600 座，是拥有自建高速超充站数量最多的车企，持续淡化跨城出行的里程焦虑。其中，可支持 800V 超充的为理想 5C 超充桩，可实现 12min 补能 500km。目前，理想持续布局 5C 超充桩，以 2C+5C 的超充站形式持续为纯电产品铺路。

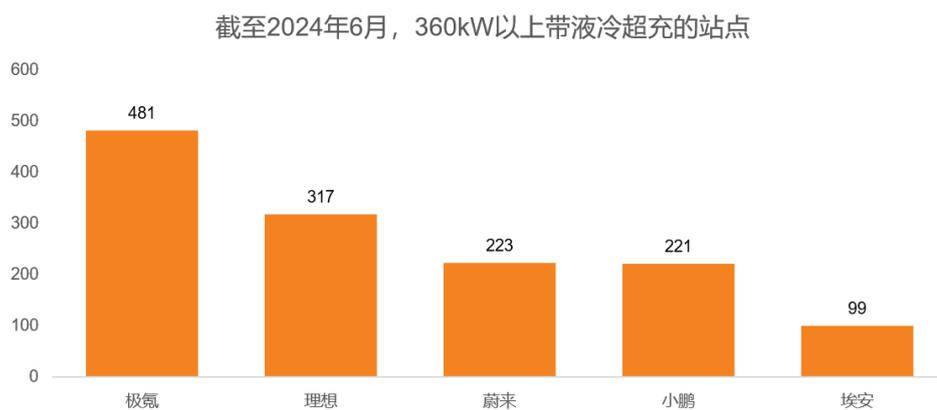
表 5：MEGA 上市前后理想补能网络对比

	2024 年 2 月 29 日	2025 年 1 月 5 日
超充站	349	1730
超充桩	1510	9122
高速超充站	-	600+
覆盖省份	21	31
覆盖城市	115	206

资料来源：理想超充公众号、理想汽车公众号，天风证券研究所

高功率超充站点行业领先，为纯电系列铺路。相较于混动车型，纯电用户的里程焦虑更加显著，因此补能效率是重中之重。对于理想而言，5C 充电桩功率达 520kW，2C 仅为 250kW；小鹏的 S4 为 480kW，S2 为 180kW。以 360kW 为分界线，据电动汽车观察家统计，截至 2024 年 6 月，360kW 以上带液冷的超充站数量第一位极氪，达 481 座，而作为以增程为主要产品，仅有一款纯电在售的理想，数量达 317 座，居车企第二位。纯电系列在上市前便可享受行业头部的补能网络，其推出不仅能让“家庭定位”的用户降低其出行成本，也缓解了消费者的补能焦虑，将重塑理想纯电产品的形象，有望实现放量。

图 21：部分车企 360kW 以上超充站数量（单位：座）



资料来源：电动汽车观察家公众号，天风证券研究所

3. 盈利预测和估值

3.1. 盈利预测

销量假设：25 年发布纯电 SUV 车型，假设贡献 9 万增量，增程及 MEGA 销量分别增长至 60、1.4 万辆，25、26 年整体销量为 70、103 万辆。

毛利率假设：25 年新车型集中上市，考虑新车型导入，毛利率短期下降，26 年稳态生产后，毛利率逐渐回升。

费用假设：预计 25、26 年有多款纯电新车型将要发布，且智驾需要持续资金投入，故研发费用持续增长。25 年为配合纯电车型的发布，营销成本增加；26 年销量过百万，触发第二批次 CEO 股权激励，故 SGA 费用同样增长。

整体预测：预计 24-26 年公司收入为 1476、2019、2518 亿元，净利润为 86、149、186 亿元。

图 22：理想汽车盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	452.87	1238.52	1476.34	2018.70	2518.36
增长率	67.7%	173.5%	19.2%	36.7%	24.8%
净利润（亿元）	-20.32	118.09	85.70	148.99	185.78
增长率			-27.4%	73.9%	24.7%
市盈率（P/E）	-99.23	17.08	23.53	13.54	10.85
市销率（P/S）	4.45	1.63	1.37	1.00	0.80

资料来源：wind，天风证券研究所，数据截至 2 月 7 日收盘

3.2. 估值

我们选取当前智能化第一梯队的小鹏以及产品对标较强的赛力斯作为可比公司，2024-2025 年可比公司的 PS 均值为 2.07 和 1.28 倍，而理想对应 PS 分别为 1.37 和 1.00 倍，较可比公司平均估值水平处于较低位置。考虑到公司在智能化的领先表现以及纯电新产品序列带来新一轮成长周期，给予 2025 年 1.5X 的 ps，对应目标市值 3000 亿，对应目标股价 141.5 港元。

表 6：估值对比

股票代码	公司简称	市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS（倍）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9868.HK	小鹏	1197.88	306.76	435.55	823.06	3.90	2.75	1.46
601127.SH	赛力斯	2002.58	358.42	1437.80	1827.60	5.59	1.39	1.10
	平均值					4.75	2.07	1.28
2015.HK	理想	2016.57	1238.51	1476.34	2018.70	1.63	1.37	1.00

资料来源：wind，天风证券研究所，数据截至 2 月 7 日收盘

4. 风险提示

- 1) **行业竞争超预期**：行业竞争加剧，公司可能面临竞争加剧而导致销量不及预期的风险
- 2) **新车上市节奏不及预期**：新车上市节奏存在不确定性。
- 3) **高端市场需求不及预期**：受宏观经济、消费环境等影响，高端市场需求存在不及预期的可能性。
- 4) **估值体系差异风险**：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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、意见并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，天风证券及/或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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com