

公司研究

聚焦纯电爬坡+出海战略，长期看好 AI 智能化兑现

——理想汽车（LI.O）跟踪报告

要点

2024 全年业绩披露，基本符合预期：2024 理想汽车收入同比+16.6%至 1,444.6 亿元（vs. 我们预期 1,462 亿元），毛利率同比-1.7pcts 至 20.5%，Non-GAAP 归母净利润同比-11.9%至 106.6 亿元（vs. 我们预期 111 亿元）；其中，4Q24 收入同比+6.1%/环比+3.3%至 442.7 亿元，毛利率同比-3.2pcts/环比-1.2pcts 至 20.3%，Non-GAAP 归母净利润同比-10.3%/环比+4.8%至 40.3 亿元。

毛利率略低于预期，单车盈利环比表现稳定：1) 4Q24 汽车业务收入同比+5.6%/环比+3.2%至 426.4 亿元（ASP 同比-12.3%/环比-0.6%至 26.9 万元）；汽车业务毛利率同比-3.0pcts/环比-1.2pcts 至 19.7%，主要由于低价格带车型 L6 占比抬升、供应商补偿、以及免息购车优惠推出，毛利率表现略低于预期。2) 4Q24 研发费用率同比-3.0pcts/环比-0.6pcts 至 5.4%，SG&A 费用率同比-0.9pcts/环比-0.9pcts 至 6.9%。3) 4Q24 Non-GAAP 单车盈利同比-25.5%/环比+0.9%至 2.5 万元（Non-GAAP 净利润率同比-1.7pcts/环比持平至 9.1%）。4) 4Q24 自由现金流为 61 亿元（截至 4Q24 末，在手现金合计约 1,128 亿元）。

聚焦纯电爬坡+出海战略，长期看好 AI 智能化兑现：管理层指引，1Q25E 交付量 8.8-9.3 万辆，2025E 计划发布两款纯电 SUV（理想 i8 和 i6 分别将于 7 月和下半年发布）。我们判断，1) 管理层渠道+超充网络加速布局，2025E 销量增长关键在于 5 月智驾焕新版车型+全新纯电 SUV 系列“i 系列”爬坡兑现；2) 2025E 海外战略规划逐步清晰，海外市场有望为增程产品销量将打开新空间；3) 当前理想智驾已位居国内第一梯队，AD Max 占比已超 50%（2025/1 理想 OTA 7.0 推出 One Model 端到端+VLM 智驾系统、并首创 AI 推理可视化功能，下一代视觉-语言-行动的 VLA 智驾大模型将与 i8 同步落地）。我们预计智驾焕新版车型的推出（标配激光雷达+智驾芯片全系升级）+VLA 模型的发布，将持续提升理想车型的智驾市场竞争力，我们长期看好理想 AI 智能化兑现的前景。

维持“增持”评级：2025E 理想已开启全新智能+纯电+出海战略，2025E 聚焦 L 系列销量恢复、以及纯电爬坡兑现。鉴于行业竞争加剧、纯电新车型爬坡前景尚未明确，下调 2025E-2026E Non-GAAP 归母净利润至 111 亿元/186 亿元（vs. 之前预计分别约 154 亿元/264 亿元），预计 2027E Non-GAAP 归母净利润约 202 亿元。我们看好理想基于家庭用户的明确定位与智能化的兑现能力；鉴于市场基于增程车型的预期已相对充分、纯电新车型仍待突破推进，维持“增持”评级。

风险提示：需求不及预期+订单回落；竞争加剧；毛利率不及预期；市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	123,851	144,460	149,105	192,121	217,580
营业总收入增长率	173.5%	16.6%	3.2%	28.8%	13.3%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	12,093	10,657	11,084	18,595	20,184
Non-GAAP 归母净利润增长率	29430.1%	-11.9%	4.0%	67.8%	8.5%
Non-GAAP EPS（元，普通股，摊薄）	5.73	5.01	5.22	8.76	9.51
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	20.1%	15.0%	13.9%	19.4%	17.9%
P/E	17.3	19.9	19.0	11.3	10.5
P/B	3.3	2.8	2.6	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-3-14（1 美元=7.24 人民币）；注：1) 每股 ADS 代表 2 股 A-Class 普通股；2) 2023/2024 年分别约 21.2 亿/21.3 亿普通股（摊薄），预计 2025E-2027E 约 21.2 亿普通股（摊薄）。

增持（维持）

当前价：27.46 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

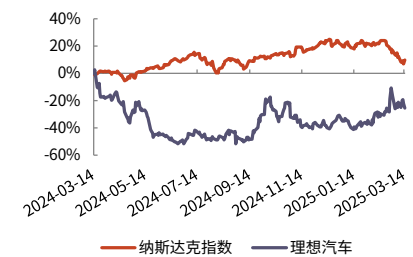
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股，普通股)	21.22
总市值(亿美元)	291.35
一年最低/最高(美元)	17.44/38.19
近 3 月换手率	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.6	34.6	-35.4
绝对	6.3	23.7	-25.4

资料来源：Wind（数据截至 2025/3/14）

相关研报

- 《3Q24 毛利率环比改善，2025E 聚焦纯电新突破——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-11-03
- 《2Q24 业绩披露，静待 3Q24E 业绩改善——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-08-30
- 《纯电新车型发布推迟，2Q24E 毛利率仍将承压——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-05-22
- 《L6 正式发布，产品下沉或打开新成长空间——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-04-19
- 《矩阵组织 2.0 升级转型，静待 L6 上市催化——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-04-06

表 1：损益表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	123,851	144,460	149,105	192,121	217,580
营业成本	-96,355	-114,804	-118,998	-152,536	-174,638
毛利润	27,497	29,656	30,107	39,585	42,941
研发费用	-10,586	-11,071	-11,928	-12,453	-13,598
销售行政及管理费用	-9,768	-12,229	-10,010	-11,527	-12,510
经营利润 (损失)	7,407	7,019	8,168	15,605	16,834
其他收益 (损失)	3,045	2,297	1,491	1,921	2,176
税前利润 (损失)	10,452	9,316	9,659	17,526	19,009
净利润 (损失)	11,809	8,045	8,593	15,674	17,008
归母净利润 (损失)	11,704	8,032	8,593	15,674	17,008
Non GAAP 归母净利润 (损失)	12,093	10,657	11,084	18,595	20,184

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	143,467	162,349	176,308	203,007	229,621
流动资产	114,526	126,310	135,567	155,519	176,421
库存	6,872	8,186	8,814	9,131	9,748
应收账款	144	135	163	221	214
现金及其等价物	91,330	65,908	73,116	89,633	107,805
短期投资	11,933	46,905	48,000	50,000	52,000
其他流动资产	4,247	5,177	5,474	6,534	6,653
非流动资产	28,942	36,039	40,741	47,487	53,200
固定资产	15,745	21,141	24,033	27,924	31,335
无形资产	864	915	681	660	0
其他非流动资产	12,333	13,983	16,027	18,904	21,866
总负债	82,892	91,029	96,187	106,671	116,366
无息负债	0	0	0	0	0
有息负债	82,892	91,029	96,187	106,671	116,366
夹层权益合计	0	0	0	0	0
普通股股东权益	60,143	70,875	79,721	95,935	112,855

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50,694	15,933	14,044	24,539	26,192
净利润（净损失）	11,809	8,045	8,593	15,674	17,008
折旧与摊销	1,805	1,492	1,941	2,398	2,854
净营运资金增加	36,612	3,018	3,222	6,150	5,981
其他	467	3,378	287	317	349
投资活动现金流	-12	-41,137	-7,653	-8,572	-8,570
资本性支出	-6,507	-6,235	-6,435	-6,435	-6,435
其他	6,495	-34,902	-1,218	-2,137	-2,135
筹资活动现金流	185	-416	317	550	550
股票/可转债等融资	-2,751	-126	0	0	0
借款增加	1,750	-290	317	550	550
少数股东资金注入、以及其他	1,186	0	0	0	0
现金及等价物净增加额	50,867	-25,620	6,708	16,517	18,172

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测（年报尚未披露，2024E 为预测数据）

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP