

理想汽车-W (02015.HK)

关注智能化进展、纯电车型潜力

理想汽车 Q4 毛利率略低于预期，净利润超预期。公司 Q4 销量 15.9 万，同比/环比增加 20%/4%，带动公司 Q4 收入同比/环比增长 6%/3%至 442.7 亿人民币。Q4 毛利率 20.3%，同比/环比减少 3.2pct/1.3pct，其中汽车/服务及其他毛利分别为 19.7%/35.5%，毛利率同比下降主要系产品组合的变化，环比下降主要系购买承诺损失及向客户提供的金融贴息导致的 ASP 降低。公司 Q4 研发费用、销售及行政开支绝对值均较 Q3 环比减少，主要系雇员薪酬减少，研发/销售及行政费用率降低至 5.4%/6.9%。Q4 理想汽车归母净利润录得 35.2 亿，同比/环比-38%/+25%，归母净利润率录得 8.0%，同比/环比-5.6pct/+1.4pct。Non-GAAP 归母净利润同比-10%/+5%至 40.3 亿，超出预期，non-GAAP 归母净利润率 9.1%，同比-1.7pct/+0.1pct。**展望 Q1**，公司预计交付 8.8-9.3 万辆汽车，同比增长 9.5%-15.7%，收入为 234-247 亿元，同比减少 8.7%-3.5%。毛利率方面，公司指引 Q1 汽车毛利率在 19%左右。

关注后续纯电新车型潜力，智能化再升级、补能表现可期。车型方面，我们预计公司在 5 月左右推出 L 系列和 MEGA 车型的智驾焕新版，7 月推出首款纯电 SUV i8，并有望在 Q4 推出价格带偏低一些的 i6 车型。对于下半年的纯电车型，智能化能力和电动化能力均值得期待。1) 智能化方面，公司计划在首款纯电 SUV i8 车型上发布 VLA (视觉-语言-行动) 模型，智能化表现望再次升级。2) 电动化方面，公司正在为纯电车型的销售做充分的补能准备，预计 2025Q1 将完成超过 2000 个超充站的布局，i8 发布时上线 2500 座超充站，并在 2025 年底将超充站增加到 4000 座。我们认为快速补能仍是许多消费者购买纯电动车型的核心需求之一，这将为纯电车型的销售奠定良好的基础。

国内渠道持续优化，海外加快拓展。国内方面，公司去年便加快将表现不佳的商超门店替换为汽车城门店，截至 2024 年底，汽车城门店的占比已经从 2023 年底的 24%提升至 42%，全国总展位数也从 2600+个提升到 3700+个。截至 2025 年 2 月 28 日，理想汽车在全国已经有 500 家零售中心。**海外方面**，理想计划今年加快海外扩展，今年 1 月在慕尼黑成立了德国研发中心，也已经在哈萨克斯坦、迪拜、乌兹别克斯坦三个地区建立了直营服务中心，后续将逐步开展授权经销商的工作，目前已经在中亚、亚太等市场取得不错的阶段性进展，还会继续增加在拉美、中东、欧洲市场的投入。我们认为这对于理想汽车的全球化发展意义重大，但真正转化为实际的业绩表现仍需一定的时间。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年销量约 60/78/88 万辆，总收入达 1599/2022/2381 亿人民币；GAAP 归母净利润为 84/119/132 亿人民币，GAAP 归母净利润率为 5.2%/5.9%/5.5%；non-GAAP 归母净利润为 104/142/158 亿人民币，non-GAAP 净利润率为 6.5%/7.0%/6.6%。我们给予其目标市值 2606 亿人民币，对应目标价 (2015.HK) 约 132 港元、(LI.O) 约 34 美元，对应 25x 2025 P/E，维持“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、上游零部件供应波动风险、智能驾驶技术迭代不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	123,851	144,460	159,940	202,187	238,132
增长率 YoY (%)	173	17	11	26	18
归母净利润 (百万元)	11,704	8,032	8,370	11,924	13,159
归属普通股股东净利率	9.5	5.6	5.2	5.9	5.5
Non-GAAP 净利润	12,093	10,657	10,423	14,164	15,801
Non-GAAP 净利润率	9.8	7.4	6.5	7.0	6.6
调整后 P/E (倍)	18	21	21	16	14
P/B (倍)	3.7	3.1	2.8	2.4	2.1

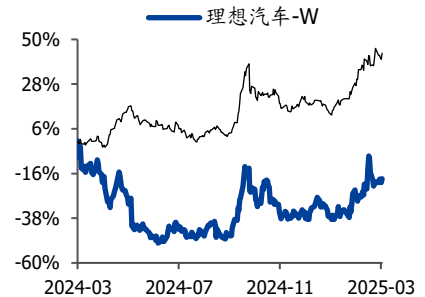
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
03 月 14 日收盘价 (港元)	113.20
总市值 (百万港元)	240,212.69
总股本 (百万股)	2,122.02
其中自由流通股 (%)	94.01
30 日日均成交量 (百万股)	23.66

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《理想汽车-W (02015.HK): 成本管控优秀，毛利率超预期》 2024-11-05
- 2、《理想汽车-W (02015.HK): 业绩展现韧性，自动驾驶快速推进》 2024-08-30
- 3、《理想汽车-W (02015.HK): 车型计划调整，加快布局充电》 2024-05-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	114526	126310	140592	156864	173031
现金及现金等价物	91329	65901	77706	91359	105790
短期投资净额	11933	46905	46905	46905	46905
应收账款	144	135	753	370	953
存货	6872	8186	10045	13047	14200
其他流动资产	4248	5183	5183	5183	5183
非流动资产	28942	36039	41891	47113	51776
固定资产	15745	21141	26834	31897	36401
资产使用权	5939	8324	8324	8324	8324
无形资产	864	915	915	915	915
长期投资	1595	923	1082	1241	1400
其他非流动资产	4798	4737	4737	4737	4737
资产总计	143467	162349	182483	203977	224807
流动负债	72743	69216	79191	86972	92854
短期借款	6975	281	281	281	281
应付账款	51870	53596	63594	71352	77257
应付负债	1146	1438	1438	1438	1438
其他流动负债	12751	13901	13878	13901	13878
非流动负债	10150	21813	23563	25313	27063
长期借款	1747	8152	9902	11652	13402
其他非流动负债	8402	13661	13661	13661	13661
负债合计	82892	91029	102754	112285	119917
资本公积	57480	60180	60180	60180	60180
未分配利润	2886	10919	19289	31213	44371
累计其他综合损益	-225	-225	-225	-225	-225
归属母公司股东权益	60143	70875	79245	91169	104327
少数股东权益	433	445	485	524	563
权益总额	60575	71320	79730	91692	104890
负债和权益总额	143467	162349	182483	203977	224807

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50694	15933	18713	20562	21340
净利润	11809	8045	8409	11963	13198
折旧及摊销	1805	2155	2807	3437	3996
衍生认股权证负债					
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营运资金变动	30506	422	7497	5163	4146
其他经营现金流	6573	5311	0	0	0
投资活动现金流	-12	-41137	-8659	-8659	-8659
长期投资	-198	-159	-159	-159	-159
购买固定资产	-6507	-7500	-8500	-8500	-8500
其他投资现金流	6495	-33637	-159	-159	-159
筹资活动现金流	185	-416	1750	1750	1750
短期借款	-2751	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	2936	-416	1750	1750	1750
现金净增加额	50911	-25422	11805	13653	14431

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	123851	144460	159940	202187	238132
营业成本	96355	114804	127844	161935	191068
毛利润	27497	29656	32096	40252	47063
销售及管理费用	9768	12229	13275	16175	19051
研发费用	10586	11071	12983	14153	16669
经营利润	7143	6355	5838	9924	11344
财务支出	-86	-82	-98	-98	-98
财务收入&投资收益	2083	2733	2986	2986	2986
衍生认股权证负债之公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收益/(支出)净额-非经营	1048	1087	69	69	69
利润总额	10452	9316	9669	13754	15174
所得税	-1357	1270	1259	1791	1976
已终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润	11809	8045	8409	11963	13198
少数股东损益	105	13	39	39	39
可转换可赎回优先股赎回价值增值	0	0	0	0	0
视向向优先股股东分派的股息	0	0	0	0	0
外汇折算调整可赎回可转换优先股	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	11704	8032	8370	11924	13159
Non-GAAP 归母净利润	12093	10657	10423	14164	15801

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	173	17	11	26	18
营业利润 (%)	-303	-5	-4	61	13
归属于母公司净利润 (%)	29264	-12	-2	36	12
获利能力					
毛利率 (%)	22.2	20.5	20.1	19.9	19.8
Non-GAAP 净利率 (%)	9.8	7.4	6.5	7.0	6.6
ROE (%)	19.5	11.3	10.6	13.1	12.6
ROIC (%)	16.6	53.5	57.5	54.7	84.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.8	56.1	56.3	55.0	53.3
净负债比率 (%)	-140.3	-92.6	-97.7	-99.9	-101.1
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	1290.8	1036.9	360.0	360.0	360.0
应付账款周转率	2.7	2.2	2.2	2.4	2.6
每股指标 (元)					
Non-GAAP EPS (最新摊薄)	5.7	5.0	4.9	6.7	7.4
每股经营现金流 (最新摊薄)	25.9	7.5	8.8	9.7	10.0
每股净资产 (最新摊薄)	28.5	33.5	37.4	43.1	49.3
估值比率					
经调整 P/E	18.5	21.0	21.4	15.8	14.1
P/B	3.7	3.1	2.8	2.4	2.1
P/S	1.8	1.5	1.4	1.1	0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价

图表 1: 理想汽车核心预测: 年度

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总销量 (台)	90,491	133,246	376,030	500,511	603,768	775,068	877,938
理想 one	90,491	78,791	9,576				
理想 L9		38,973	114,377	85,908	78,000	62,400	49,920
理想 L8		15,482	117,990	77,053	79,000	71,100	63,990
理想 L7			134,087	133,051	132,000	105,600	84,480
理想 L6				193,823	238,000	214,200	192,780
纯电产品				10,676	76,768	291,768	426,768
总收入 (百万元)	27,010	45,287	123,851	144,460	159,940	202,187	238,132
车辆销售	26128	44106	120295	138538	153736	194223	229111
服务及其他	881	1180	3557	5922	6204	7964	9021
毛利率	21.3%	19.4%	22.2%	20.5%	20.1%	19.9%	19.8%
车辆销售	20.6%	19.1%	21.5%	19.8%	19.4%	19.3%	19.1%
服务及其他	44.1%	31.5%	47.4%	37.8%	35.5%	35.5%	35.5%
销售及管理费用率	-13%	-13%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
研发费用率	-12%	-15%	-9%	-8%	-8%	-7%	-7%
营业利润	-1,017	-3,655	7,407	7,019	6,712	10,798	12,217
营业利润率	-4%	-8%	6%	5%	4%	5%	5%
归母净利润	-321	-2,012	11,704	8,032	8,370	11,924	13,159
净利润率	-1%	-4%	9%	5.6%	5.2%	5.9%	5.5%
EPS (Diluted)	-0.2	-1.0	5.5	3.8	3.9	5.6	6.2
EPADS (Diluted)	-0.3	-2.1	11.8	8.0	8.4	11.9	13.2
Non-GAAP 营业利润	84	-1,602	9,786	9,650	8,789	13,062	14,885
Non-GAAP 营业利润率	0.3%	-3.5%	7.9%	6.7%	5.5%	6.5%	6.3%
Non-GAAP 归母净利润	780	41	12,093	10,657	10,423	14,164	15,801
Non-GAAP 净利润率	3%	0%	10%	7.4%	6.5%	7.0%	6.6%
Non-GAAP EPS (Diluted)	0.4	0.0	5.7	5.0	4.9	6.7	7.4
Non-GAAP EPADS (Diluted)	0.8	0.0	11.4	10.0	9.8	13.3	14.8
单车 ASP (万元)	29	33	32	28	25	25	26
单车净利润 (万元)	-0.4	-1.5	3.1	1.6	1.4	1.5	1.5
Non-GAAP 单车净利润							
(万元)	0.9	0.0	3.2	2.1	1.7	1.8	1.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 2: 理想汽车核心预测: 季度

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (台)	80,400	108,581	152,831	158,699	91,942	134,942	167,942	208,942
理想 one								
理想 L9	23,693	19,980	21,879	20,356	13,000	20,000	21,000	24,000
理想 L8	20,910	16,111	18,607	21,425	13,000	20,000	21,000	25,000
理想 L7	32,570	30,932	33,474	36,075	20,000	32,000	38,000	42,000
理想 L6		39,210	76,712	77,901	43,000	60,000	65,000	70,000
纯电产品	3,227	2,348	2,159	2,942	2,942	2,942	22,942	47,942
总收入 (百万元)	25,634	31,678	42,874	44,274	24,129	35,331	44,635	55,845
车辆销售	24252	30320	41324	42643	23185	33944	42909	53698
服务及其他	1382	1359	1550	1631	945	1387	1726	2147
毛利率	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%	20.0%	20.2%	20.0%	20.1%
车辆销售	19.3%	18.7%	20.9%	19.7%	19.3%	19.5%	19.4%	19.5%
服务及其他	43.0%	36.3%	36.9%	35.5%	35.5%	35.5%	35.5%	35.5%
销售及管理费用率	-12%	-9%	-8%	-7%	-8%	-8%	-8%	-8%
研发费用率	-12%	-10%	-6%	-5%	-8%	-8%	-8%	-8%
营业利润	-585	468	3,433	3,703	1,029	1,513	1,837	2,333
营业利润率	-2%	1%	8%	8%	4%	4%	4%	4%
归母净利润	593	1,103	2,814	3,533	1,538	1,959	2,241	2,672
净利率	2%	3%	7%	8%	6%	6%	5%	5%
EPS (Diluted)	0.3	0.5	1.3	1.7	0.7	0.9	1.0	1.3
EPADS (Diluted)	0.6	1.1	2.8	3.5	1.5	1.9	2.2	2.7
Non-GAAP 营业利润	100	870	4,463	4,216	1,350	1,977	2,415	3,048
Non-GAAP 营业利润率	0.4%	2.7%	10.4%	9.5%	5.6%	5.6%	5.4%	5.5%
Non-GAAP 归母净利润	1,278	1,505	3,845	4,046	1,858	2,422	2,819	3,387
Non-GAAP 净利率	5.0%	4.7%	9.0%	9.1%	7.6%	6.8%	6.3%	6.0%
Non-GAAP EPS (Diluted)	0.6	0.7	1.8	1.9	0.9	1.1	1.3	1.6
Non-GAAP EPADS (Diluted)	1.2	1.4	3.6	3.8	1.7	2.3	2.6	3.2
单车 ASP (万元)	30	28	27	27	25	25	26	26
单车净利润 (万元)	0.7	1.0	1.8	2.2	1.7	1.4	1.3	1.3
Non-GAAP 单车净利润 (万元)	1.6	1.4	2.5	2.5	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com