

理想汽车-W(2015.HK)

纯电节奏明确，智驾迭代再加速

推荐（维持）

股价：113.2 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）	2217.24
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	33.40
资产负债率(%)	56.07

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

事项：

公司发布 2024 年四季度业绩。2024 年四季度公司实现营业收入 442.7 亿元，同环比分别增加 6.1%/3.3%，归母净利润 35.2 亿元，同环比分别增加 -37.7%/25.2%。2024 年全年营收达到 1444.6 亿元，同比增加 16.6%，全年实现归母净利润 80.3 亿元，同比下降 31.4%。

平安观点：

- **四季度业绩总体符合预期。**根据公司公布的交付数据显示，2024 年四季度公司交付量为 15.9 万台，同环比分别增长 20.4%/3.8%，但略低于公司此前给出的交付指引。营收方面，四季度公司汽车销售收入为 426.4 亿元，对应单车营收为 26.9 万元。毛利率方面，公司四季度汽车业务毛利率为 19.7%，同环比分别下降 3.0/1.2 个百分点，毛利率环比下降主要是由于购买承诺损失以及金融贴息导致的平均售价降低。费用方面，四季度公司研发费用、销售管理费用分别为 24.1 亿/30.8 亿元，环比分别下降 6.9%/8.4%。费用端的下降使得公司四季度营业利润达到 37.0 亿元，同环比分别增长 22.0%/7.9%。
- **一季度交付指引显示 3 月份交付量将环比高增，毛利率由于折扣力度加大将有所承压。**公司给出的 25 年一季度交付指引为 8.8 万~9.3 万台，而公司 1、2 月份的交付量分别为 29927 台/26263 台，按照公司交付指引测算，3 月份公司交付量预计在 3.2 万~3.7 万台。公司在 3 月份推出了 L 系列的限时优惠（包括尾款减免以及 0 息金融方案），考虑到公司一季度交付量的下降以及推出的优惠政策，我们预计公司一季度毛利率将有所承压。
- **L 系列 2025 年升级主要集中在智驾方面。**公司副总裁刘杰此前在社交媒体中披露了 L 系列以及 MEGA 在 25 年的产品升级方案，L 系列在 2025 年 5 月份推出“智驾焕新版”，主要聚焦智驾硬件升级，电池、电驱动、外规和内饰等将与现款车型保持一致。其中 AD Max 智驾芯片将由目前的英伟达双 Orin X 升级为单 Thor U，并将支持 VLA 大模型，AD Pro 智驾芯片将由目前的地平线 J5 升级到 J6M，且增加激光雷达。L 系列升级略

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	123851	144460	174987	228719	271338
YOY(%)	173.5	16.6	21.1	30.7	18.6
净利润(百万元)	11704	8032	11105	17479	23206
YOY(%)	681.7	-31.4	38.3	57.4	32.8
毛利率(%)	22.2	20.5	20.9	21.2	21.5
净利率(%)	9.5	5.6	6.3	7.6	8.6
ROE(%)	19.5	11.3	13.5	17.6	18.9
EPS(摊薄/元)	5.52	3.79	5.23	8.24	10.94
P/E(倍)	18.9	27.6	20.0	12.7	9.6
P/B(倍)	3.7	3.1	2.7	2.2	1.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

低于我们此前预期，但考虑到 L6 在 2025 年产能扩产，我们判断 L 系列在 25 年下半年月交付量仍有望达到 5 万台以上。

- **纯电节奏明确，i8、i6 两款纯电车将于下半年推出，相比 MEGA 上市时条件更加成熟。**公司在业绩电话会中明确了 2025 年公司将推出两款纯电 SUV 车型，其中首款纯电 SUV i8 将于 7 月份上市，2025 年下半年纯电新车型上市时机较公司首款 MPV mega 时较为成熟：1) 在造型、售价更为主流——i8 的官图已经发布，车尾造型与 MEGA 已有较大差异，客户接受度或会更高。i8、i6 的售价也将面向更广泛的用户群体。2) 超充网络布局更广——根据公司业绩电话会，到 i8 上市时将上线 2500 座超充站，并计划在 2025 年底达到 4000 座。3) 营销渠道更为成熟——公司在 2024 年将尾部的商场店置换为汽车城中心店，根据公司业绩电话会，汽车城销售中心的比例由 23 年底的 24% 增加到 24 年底的 42%，展位数量从 2600 多个增加到 3700 多个，i8、i6 上市时将拥有比 MEGA 上市时更多的展位数量。
- **智驾迭代速度快，推理能力更强的 VLA 模型预计将在 2025 年下半年推出。**公司在智能驾驶领域保持较快的迭代速度，公司在 2024 年 10 月实现了“端到端+VLM”智驾系统的推送，到 2025 年 2 月公司实现了基于 1000 万 Clips 的全场景智驾推送，根据业绩发布会披露，公司已启动了 VLA 模型的研发，计划将与纯电 i8 同时发布。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到一季度老产品让利幅度、L 系列 2025 年智驾焕新版、两款纯电 SUV 上新节奏明确，并结合公司最新业绩情况，我们调整公司 2025~2026 净利润预测为 111 亿/175 亿元（原净利润预测为 141 亿/215 亿元），新增公司 2027 年净利润预测为 232 亿元。我们认为公司短期受交付量环比下降以及终端让利等因素影响，2025 年一季度预计将是公司 2025 全年盈利的低点，但从 2025 年 5 月份开始 L 系列智驾焕新版将上市，尤其是下半年两款纯电车的表现存在超市场预期可能，同时考虑到公司在智能驾驶领域的领先地位，结合公司目前的估值水平，依然维持公司“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 L 系列升级力度弱于预期，纯电新车 i8、i6 上市后订单可能不达预期；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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	65908	92137	118247	148095
应收账款	135	184	241	286
预付款项、现金及其他	5177	6267	8191	9718
其他应收款	0	0	0	0
存货	8186	15181	19775	23372
其他流动资产	46905	47783	62455	74093
流动资产总计	126310	161553	208910	255565
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21141	19726	20278	20891
无形资产	9239	7699	6159	4619
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	5659	5659	5659	5659
非流动资产合计	36039	35335	34847	34419
资产总计	162349	196888	243757	289984
短期借款	281	201	222	21
应付账款	53596	71683	93379	110361
其他流动负债	15339	21565	28160	33379
流动负债合计	69216	93450	121760	143762
长期借款	8152	7351	8431	9451
其他非流动负债	13661	13661	13661	13661
非流动负债合计	21813	21012	22092	23112
负债合计	91029	114462	143852	166873
股本	0	0	0	0
储备	0	0	0	0
留存收益	70875	81980	99460	122665
归属于母公司股东权益	70875	81980	99460	122665
归属于非控制股东权益	445	445	445	445
权益合计	71320	82426	99905	123111
负债和权益合计	162349	196888	243757	289984

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	8045	11105	17479	23206
折旧与摊销	3505	5204	5988	6928
财务费用	188	-2650	-3543	-4457
其他经营资金	4195	15300	7042	5397
经营性现金净流量	15933	28960	26966	31073
投资性现金净流量	-41137	-4500	-5500	-6500
筹资性现金净流量	-416	1769	4644	5276
现金流量净额	-25422	26229	26110	29849

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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	144460	174987	228719	271338
销售成本	114804	138399	180286	213075
其他费用	11566	12900	15400	17400
销售费用	4982	6300	7719	8791
管理费用	6089	7699	9435	10745
财务费用	188	-2650	-3543	-4457
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	7019	9689	15879	21327
其他非经营损益	2484	0	0	0
税前利润	9316	12339	19422	25784
所得税	1270	1234	1942	2578
税后利润	8045	11105	17479	23206
归属于非控制股东利润	13	0	0	0
归属于母公司股东利润	8032	11105	17479	23206
EBITDA	9503	14894	21867	28254
NOPLAT	17289	8720	14291	19194
EPS(元)	3.79	5.23	8.24	10.94

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率(%)	16.6	21.1	30.7	18.6
EBIT 增长率(%)	-9.8	2.0	63.9	34.3
EBITDA 增长率(%)	-23.0	56.7	46.8	29.2
税后利润增长率(%)	-31.9	38.0	57.4	32.8
盈利能力				
毛利率(%)	20.5	20.9	21.2	21.5
净利率(%)	5.6	6.3	7.6	8.6
ROE(%)	11.3	13.5	17.6	18.9
ROA(%)	4.9	5.6	7.2	8.0
ROIC(%)	-179.2	30.8	93.2	145.6
估值倍数				
P/E	27.60	19.97	12.68	9.55
P/S	1.53	1.27	0.97	0.82
P/B	3.13	2.70	2.23	1.81
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	-4.48	-6.88	-5.43	-5.21
EV/EBITDA	-4.48	-4.47	-3.95	-3.93
EV/NOPLAT	-2.46	-7.64	-6.04	-5.79

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	