

汽车	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 113.20	港元 93.62↓	-17.3%

2025 年 3 月 17 日

理想汽车 (2015 HK)

4 季度汽车毛利低于预期，增长面临挑战，评级下调至中性

④ **4 季度汽车毛利率低于预期，利息收入贡献下净利润符合预期。**理想汽车 4 季度总收入环比增长 3.3%，汽车毛利率 19.7%，低于市场预期的~20%，环比下滑 1.3 个百分点。低于预期主要是 ASP 下降/单车成本上升，其中包括计提购买承诺损失，和促销活动对 ASP 的负面影响等。三费方面，研发/销管费用环比均下降，主要是由于降本裁员和 4 季度无新车上市。但扣除 SBC 影响后环比增加。依靠 4 亿元利息收入，净利润环比上升 25.2%至 35 亿元，Non-GAAP 净利润则环比微增 4.4%至 40 亿元，符合预期。整体来看，4 季度业绩不论是销量增速、成本控制、规模效应释放和市场竞争能力等方面均面临挑战，2025 年业绩增长和毛利率存在不确定性。

理想指引 1 季度销量 8.8-9.3 万辆，测算 3 月 3.2-3.7 万辆，反映 3 月降价有效刺激销量回暖。但 ASP 1 季度环比持续下滑至~25 万元，低于预期。

④ **销量从增量到存量的竞争，汽车毛利率压力贯穿全年。**从销量、毛利和费用维度来看，今年理想的挑战较大。**销量端**，我们认为理想的增程 L 系列逐渐从增量走向存量的竞争，2025 年市场将有更多增程竞品推出，其中问界新车 M8 将在 4 月上市，主要对标 L7 和 L8，同时下半年小鹏会发布增程车型，可能对理想 50 万辆的增程基本盘形成冲击。下半年会发布纯电 i8 和 i6 新车型，其中 i6 预计为走量车型，价格在竞争最为激烈的 20-30 万区间，面临小米 YU7 等的竞争。**毛利端**，增程 L 系在 2 季度会推出改款，但目前已知的信息显示改款更多是硬件为主，假设改款力度不足，后续可能仍需降价。同时纯电车型特别是走量的 i6 预计毛利较低，或拖累毛利率。**费用来看**，由于营销活动和今年两款纯电新车发布，预计难以下降。

④ **挑战重重，下调至中性。**我们下调 2025 年销量预测 7.5%至 55.8 万辆，较 2024 年增长 10.7%，主要反映我们对 L 系和纯电新车型销量的担忧。目前市场给予理想的估值约为 1.1-1.3 倍 2025 年市销率，虽然较小鹏的 2 倍为低，但我们认为只有 L 系改款和纯电新车销量超预期情况下市场才会对理想重估。我们下调理想评级至**中性**，目标价下调至 93.6 港元/24.1 美元（LI US）（原 120.34 港元/30.9 美元），对应 1.1 倍 2025 年市销率。

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	123,851	144,460	157,981	202,373	224,975
同比增长(%)	173.5	16.6	9.4	28.1	11.2
净利润(百万人民币)	11,704	8,032	8,560	10,843	12,458
每股盈利(人民币)	5.95	4.03	4.29	5.44	6.25
同比增长(%)	-673.8	-32.2	6.6	26.7	14.9
前EPS预测值(人民币)			6.82	8.63	
调整幅度(%)			-37.0	-36.9	
市盈率(倍)	17.7	26.1	24.5	19.4	16.8
每股账面净值(人民币)	30.78	36.24	40.59	46.10	52.43
市账率(倍)	3.42	2.91	2.59	2.28	2.01

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性↓

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(港元)	147.30
52周低位(港元)	69.15
市值(百万港元)	358,425.14
日均成交量(百万)	22.68
年初至今变化(%)	20.49
200天平均价(港元)	95.33

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

图表 1: 理想业绩

人民币 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	YoY	FY23	FY24	YoY
总收入	18,787	28,653	34,679	41,732	25,634	31,678	42,874	44,274	3.3%	6.1%	123,851	144,460	16.6%
车辆销售	18,327	27,972	33,616	40,379	24,252	30,320	41,324	42,643	3.2%	5.6%	120,295	138,538	15.2%
服务及其他	460	681	1,063	1,353	1,382	1,359	1,550	1,631	5.2%	20.6%	3,557	5,922	66.5%
销货成本	(14,957)	(22,417)	(27,035)	(31,945)	(20,349)	(25,501)	(33,650)	(35,303)	4.9%	10.5%	(96,355)	(114,804)	19.1%
车辆销售	(14,705)	(22,084)	(26,491)	(31,202)	(19,562)	(24,636)	(32,672)	(34,252)	4.8%	9.8%	(94,482)	(111,121)	17.6%
服务及其他	(252)	(333)	(544)	(743)	(788)	(866)	(978)	(1,051)	7.5%	41.5%	(1,872)	(3,683)	96.7%
毛利	3,830	6,235	7,644	9,787	5,284	6,177	9,225	8,970	-2.8%	-8.3%	27,497	29,656	7.9%
研发费用	(1,852)	(2,426)	(2,817)	(3,491)	(3,049)	(3,028)	(2,587)	(2,408)	-6.9%	-31.0%	(10,586)	(11,071)	4.6%
SG&A 费用	(1,645)	(2,309)	(2,544)	(3,270)	(2,978)	(2,815)	(3,360)	(3,077)	-8.4%	-5.9%	(9,768)	(12,229)	25.2%
营业利润/亏损	333	1,500	2,284	3,026	(742)	334	3,278	3,485	6.3%	15.2%	7,143	6,356	-11.0%
净亏损/净利	930	2,293	2,823	5,658	593	1,103	2,814	3,523	25.2%	-37.7%	11,704	8,033	-31.4%
销量	52,584	86,533	105,108	131,805	80,400	108,581	152,831	158,696	3.8%	20.4%	376,030	500,508	33.1%
ASP	348,534	323,252	319,825	306,356	301,636	279,236	270,389	268,709	-0.6%	-12.3%	319,907	276,795	-13.5%
费用%													
研发费用	-9.9%	-8.5%	-8.1%	-8.4%	-11.9%	-9.6%	-6.0%	-5.4%			-8.5%	-7.7%	
SG&A 费用	-8.8%	-8.1%	-7.3%	-7.8%	-11.6%	-8.9%	-7.8%	-6.9%			-7.9%	-8.5%	
利润率													
车辆销售	19.8%	21.0%	21.2%	22.7%	19.3%	18.7%	20.9%	19.7%			21.5%	19.8%	
服务及其他	45.2%	51.0%	48.9%	45.1%	43.0%	36.3%	36.9%	35.5%			47.4%	37.8%	
毛利	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%			22.2%	20.5%	
营业利润/亏损	1.8%	5.2%	6.6%	7.3%	-2.9%	1.1%	7.6%	7.9%			5.8%	4.4%	
净亏损/净利	4.9%	8.0%	8.1%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	8.0%			9.5%	5.6%	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 理想汽车 (2015 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
300750 CH	宁德时代	买入	262.00	314.11	19.9%	2025 年 01 月 23 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	19.10	15.59	-18.4%	2024 年 12 月 02 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	49.66	56.51	13.8%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	23.22	29.07	25.2%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	中性	10.70	14.25	33.2%	2024 年 12 月 02 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	64.10	53.74	-16.2%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	14.70	13.55	-7.9%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.00	6.24	-10.9%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.70	26.49	11.8%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.90	18.60	17.0%	2024 年 03 月 14 日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	92.10	134.69	46.2%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.68	18.50	4.6%	2024 年 11 月 14 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	385.80	379.22	-1.7%	2024 年 10 月 31 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.22	17.36	14.1%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	36.75	59.88	62.9%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	113.20	93.62	-17.3%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.24	3.34	3.1%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	123,851	144,460	157,981	202,373	224,975
主营业务成本	(96,355)	(114,804)	(126,836)	(162,864)	(181,269)
毛利	27,497	29,656	31,145	39,509	43,706
销售及管理费用	(9,768)	(12,229)	(13,428)	(16,797)	(17,998)
研发费用	(10,586)	(11,071)	(11,059)	(14,166)	(15,748)
其他经营净收入/费用	264	664	726	930	1,034
经营利润	7,407	7,019	7,384	9,476	10,994
财务成本净额	(86)	(188)	(193)	(200)	(207)
其他非经营净收入/费用	3,131	2,484	2,717	3,480	3,869
税前利润	10,452	9,316	9,908	12,756	14,656
税费	1,357	(1,270)	(1,347)	(1,913)	(2,198)
非控股权益	(105)	(13)	0	0	0
净利润	11,704	8,032	8,560	10,843	12,458
作每股收益计算的净利润	11,704	8,032	8,560	10,843	12,458

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	91,330	65,908	63,028	82,110	99,127
有价证券	11,933	46,905	47,139	47,375	47,612
应收账款及票据	144	135	866	1,663	2,465
存货	6,872	8,186	14,595	19,187	21,852
其他流动资产	4,247	5,177	5,297	5,414	5,533
总流动资产	114,526	126,310	130,925	155,749	176,588
物业、厂房及设备	15,745	21,141	23,875	25,489	25,975
无形资产	864	915	1,081	1,276	1,507
其他长期资产	12,333	13,983	14,216	14,454	14,698
总长期资产	28,942	36,039	39,172	41,220	42,180
总资产	143,467	162,349	170,097	196,969	218,768
短期贷款	6,975	281	281	309	340
应付账款	51,870	53,596	52,125	66,930	74,991
其他短期负债	13,897	15,339	15,958	16,609	17,293
总流动负债	72,743	69,216	68,364	83,849	92,623
长期贷款	1,747	8,152	8,559	8,987	9,436
其他长期负债	8,402	13,661	13,293	13,409	13,527
总长期负债	10,150	21,813	21,852	22,396	22,963
总负债	82,892	91,029	90,216	106,245	115,587
储备及其他资本项目	60,575	71,320	79,881	90,724	103,181
股东权益	60,575	71,320	79,881	90,724	103,181
总权益	60,575	71,320	79,881	90,724	103,181

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	11,809	8,045	8,560	10,843	12,458
折旧及摊销	1,805	3,131	4,259	5,386	6,514
营运资本变动	36,612	3,869	(8,706)	9,828	5,032
利息调整	0	0	0	1	2
其他经营活动现金流	467	888	0	(1)	(2)
经营活动现金流	50,694	15,933	4,112	26,058	24,004
资本开支	(6,507)	(7,051)	(7,166)	(7,196)	(7,231)
其他投资活动现金流	6,495	(34,086)	(235)	(236)	(237)
投资活动现金流	(12)	(41,137)	(7,400)	(7,431)	(7,468)
负债净变动	(1,001)	(290)	408	456	480
其他融资活动现金流	1,186	(126)	0	0	0
融资活动现金流	185	(416)	408	456	480
汇率收益/损失	45	198	0	0	0
年初现金	40,418	91,330	65,908	63,028	82,110
年末现金	91,330	65,908	63,028	82,110	99,127

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	5.948	4.030	4.295	5.440	6.250
全面摊薄每股收益	5.948	4.030	4.295	5.440	6.250
每股账面值	30.782	36.243	40.593	46.103	52.433
利润率分析(%)					
毛利率	22.2	20.5	19.7	19.5	19.4
净利率	9.5	5.6	5.4	5.4	5.5
盈利能力(%)					
ROA	10.3	5.3	5.1	5.9	6.0
ROE	22.3	12.2	11.3	12.7	12.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9
存货周转天数	42.0	43.0	42.0	43.0	44.0
应收账款周转天数	2.0	3.0	2.0	3.0	4.0
应付账款周转天数	150.0	151.0	150.0	150.0	151.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。