

买入

2025 年 4 月 22 日

纯电产品登陆市场，智驾能力持续提升

- 公司 24 年业绩符合预期：**2024 年公司共交付了 50.05 万辆，同比增长 33.1%。实现营收 1445 亿元，同比增长 16.6%；净利润为 80 亿元，同比减少 31.9%。2024 年末，理想汽车现金储备增至 1128 亿元。Non-GAAP 净利润为 110.7 亿元，同比增长 11.1%。毛利率为 20.5%，较 2023 年有所下降，主要由于不同产品组合导致的平均售价降低所抵销。2024 年全年研发费用为 110.7 亿元，同比增长 22.1%。研发费用率保持在 6.0% 左右，主要由于新产品及技术的设计及研发成本减少以及雇员薪酬减少。SG&A 费用为 34 亿元，同比增长 32.1%，主要由于公司业绩的奖励确认及雇员数量增加导致的雇员薪酬增加。
- 今年预计发布两款纯电车型：**2025 年是理想汽车战略转型重要之年，纯电 SUV 的推出将直面特斯拉 Model Y 等竞品，同时 L 系列和 MEGA 可能迎来改款升级。公司今年将会发布两款全新的纯电 SUV，预计 2025 年第三季度推出。公司持续推进超充站建设，计划 2025 年底建成 4000 座超充站。
- 3 月发布新 VLA 模型：**理想汽车于 3 月最新发布的 VLA（视觉-语言-动作）模型，融合视觉感知、语言理解和动作决策能力，通过统一的神经网络架构，实现更拟人化的驾驶决策，例如理解复杂交通标志、预判行人意图，并支持自然语言交互。相较于传统端到端+VLM（视觉语言模型）方案，MindVLA 将多模态能力内化，显著降低接管率，并提升长时序推理能力。公司计划基于英伟达 Thor-U MAX 芯片部署该模型，预计 2025 年下半年在 i8 等新车型上落地。这一技术被视为智能驾驶迈向 L4 级的关键路径，并可能重塑行业格局。
- 目标价 29.91 美元/110.82 港元，买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的销量分别达到 57 万辆、71 万辆、83 万辆，收入分别为 1533 亿元、1696 亿元和 1897 亿元，归母净利润分别为 88 亿元、90 亿元和 111 亿元，。结合公司国内领先销量和头部智能驾驶估值，给予公司 25 倍 PE, 求得合理股价为 29.91 美元/110.82 港元，较现价有 28.7%/19.4% 的上涨空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

唐伊莲

852-25321539

Alice.tang@firstshanghai.com.hk

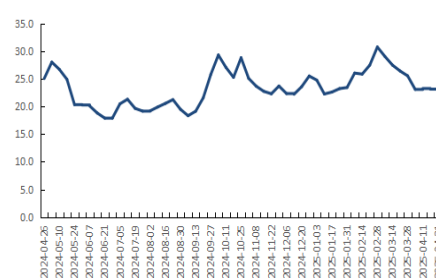
主要资料

行业	新能源汽车
股价	23.23 美元/92.8 港元
目标价	29.91 美元/110.82 港元 (28.7%/19.4%)
股票代码	LI.O/2015.HK
已发行股本	10.13 亿股
总市值	235.5 亿美元
52 周高/低	33.12 美元/17.44 美元
每股净资产	33.4 元
主要股东	Amp Lee Ltd. 16.77% DeutscheBankAktiengesellschaft 16.58% InspiredElite 12.17%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	实际	预测	预测	预测
收入(百万元)	45,287	123,851	144,460	153,306	169,613	189,716
变动(%)	68%	173%	17%	6%	11%	12%
归母净利润(百万元)	-2,012	11,704	8,032	8,835	9,068	11,137
变动(%)	18%	1806%	-31%	10%	3%	23%
每股盈利(元)	-1.04	5.95	4.03	4.43	4.55	5.59
变动(%)	-498%	635%	-32%	9%	3%	23%
市盈率@92.8港元	N/A	14.7	21.6	19.7	19.2	15.6
每股股息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：wind

主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	123,851	144,460	153,306	169,613	189,716	盈利能力					
- 主营业务收入成本	96,355	114,804	124,876	141,406	157,997	毛利率 (%)	22%	21%	19%	17%	17%
毛利	27,497	29,656	28,429	28,206	31,718	EBITDA利率 (%)	8%	7%	8%	7%	8%
营业开支	20,354	23,300	19,930	19,505	20,869	净利率 (%)	10%	6%	6%	5%	6%
- 销售及一般行政管理	9,768	12,229	9,198	9,329	10,434	营运表现					
- 研究与开发	10,586	11,071	10,731	10,177	10,434	行政管理与销售费用收入 (%)	8%	8%	6%	6%	6%
营业利润	7,407	7,019	8,500	8,701	10,849	研究和开发费用收入 (%)	9%	8%	7%	6%	6%
- 利息支出	-86	-188	-110	-152	-167	实际税率 (%)	13%	-14%	-14%	-14%	-14%
- 营业外亏损净额	3,131	2,484	1,900	2,071	2,453						
税前利润	10,452	9,315	10,290	10,620	13,136						
- 所得税支出	1,357	-1,270	-1,403	-1,448	-1,791						
净利润	11,809	8,045	8,861	9,120	11,241	财务状况					
净利润率	10%	6%	6%	6%	6%	总负债总资产	58%	56%	62%	58%	55%
Non-gaap净利润	14,188	10,675	11,621	12,173	14,656	收入/净资产	86%	89%	91%	86%	83%
Non-gaap净利率	11%	7%	8%	7%	8%	经营性现金流收入	41%	11%	15%	16%	17%
主营业务增速 (%)	173%	17%	6%	11%	12%	税前盈利对利息倍数	502%	512%	541%	513%	535%

资产负债表						现金流量表					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	91,329	65,901	76,007	98,707	125,446	净利润	11,809	8,045	8,861	9,120	11,241
应收账款	144	135	148	164	183	折旧和摊销	1,995	2,572	3,088	3,810	4,500
存货	6,872	8,186	8,190	9,274	10,362	库存	9	-13	-16	-19	183
其他流动资产	16,181	52,088	52,347	52,619	52,904	其他	36,881	5,329	10,351	14,367	15,393
总流动资产	114,526	126,310	136,691	160,763	188,895	营运活动现金流	50,694	15,933	22,284	27,278	31,317
固定资产	15,745	21,141	24,969	29,159	32,659	购买、处置物业、厂房及设备	-6,507	-7,730	-8,000	-8,000	-8,000
无形资产	864	915	915	915	915	购买长期投资	-198	-31	-31	-31	-31
长期投资	1,595	923	923	923	923	其他投资活动	6,495	-33,407	2,436	2,436	2,436
总资产	143,467	162,349	168,230	196,491	228,122						
应付账款	51,870	53,596	57,477	65,086	73,155	借款偿还	-2,751	-996	-1,000	-1,000	-1,000
短期银行贷款	6,975	281	10,891	12,367	13,844	其他融资活动	6,693	7,314	1,386	8,986	8,986
其他短期负债	65,767	68,935	72,721	80,330	88,399	融资活动现金流	185	-416	-6,614	986	986
总流动负债	72,743	69,216	83,612	92,697	102,243						
长期银行贷款	1,747	8,152	7,274	8,261	9,247	现金变化	50,911	-25,422	10,106	22,700	26,739
其他负债	8,402	13,661	13,019	13,019	13,019	汇兑损益	45	198	0	0	0
总负债	82,892	91,029	103,905	113,977	124,509	期初持有现金	40,418	91,330	65,908	76,014	98,714
总股东权益	60,575	71,320	80,155	89,223	100,360						

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。