

汽车	收盘价 港元 108.20	目标价 港元 103.67个	潜在涨幅 -4.2%	2025年5月30日
----	------------------	-------------------	---------------	------------

## 理想汽车 (2015 HK)

### 1 季度业绩符合预期，2 季度指引略低于预期；维持中性

① **1 季度收入和盈利大致符合预期。**1 季度理想汽车总收入同环比+1.1%/-41.4%，汽车毛利率 19.8%，环比+0.1 百分点，好于市场预期，同时也高于理想此前指引 19% 以上的毛利率预期。单车平均价格环比-1.1%，略好于我们预期，主要是由于高价车型在 1 季度有所回升。三费方面，研发/销管费用支出维持克制，研发费用同环比-17.5%/+4.4%；销管费用同环比-15.0%/-17.7%，主因暂无新车上市。归母净利 / Non-GAAP 净利润分别为 6.5 亿元/ 10.2 亿元（人民币，下同），符合市场和我们预期。整体来看，1 季度淡季收入较为平稳，其中毛利率和单车平均价格好于预期，但我们认为，2 季度不论毛利率还是单车平均价格压力较大，主要是由于 2 季度理想正值新老车型交替和加大去库存时期。

理想指引 2 季度收入预计在 325 亿-338 亿元之间，环比增 25.5%-30.5%；销量 12.3 万-12.8 万辆，环比增 32.4%-37.8%，5 月和 6 月月销 4.5-4.7 万辆，略低于我们的预期，同时测算单车平均价格环比再下滑 1.3 万元。

② **预计 7 月/8 月先后发布 i8 和 i6 新车型；MEGA Home 订单充足，7 月预计交付 3000 台。**理想将于 7 月发布 i8，9 月发布 i6 车型。i8 卖点包括大空间、低能耗、快速补能及 VLA 司机大模型，旨在成为新能源用户升级首选。此外，理想表示新款 MEGA Home 订单充足，预计 7 月交付 3000 台。L 系列焕新版周销量超 1 万台，有信心重回 5 万台。VLA 司机大模型预计 7 月与 i8 同时发布，并于 8 月推送给 AD MAX 用户。理想的出海计划将于提供完整服务后实施，计划招募成熟经销商和海外市场团队，目标海外市场份额达 30%。

③ **维持中性。**我们维持销量预测 56 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保守预测。市场销量一致预测约为 60 万台，纯电或需贡献 8-9 万台，压力较大。基于 1.2 倍（此前 1.1 倍）2025 年行业平均市销率，我们上调目标价至 103.7 港元/26.6 美元（LI US/中性）（此前：93.6 港元/24.1 美元）。我们认为，当 L 系改款和纯电新车销量超预期时，市场或才会考虑公司价值的重估，维持理想中性评级。

#### 财务数据一览

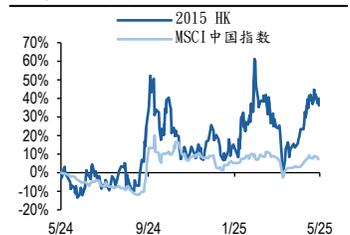
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	123,851	144,460	157,981	202,373	224,975
同比增长(%)	173.5	16.6	9.4	28.1	11.2
净利润(百万人民币)	11,704	8,032	8,560	10,843	12,458
每股盈利(人民币)	5.95	4.03	4.29	5.44	6.25
同比增长(%)	-673.8	-32.2	6.6	26.7	14.9
市盈率(倍)	16.7	24.6	23.1	18.2	15.9
每股账面净值(人民币)	30.78	36.24	40.59	46.10	52.43
市账率(倍)	3.22	2.74	2.45	2.15	1.89

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)	128.70
52周低位(港元)	69.15
市值(百万港元)	229,813
日均成交量(百万)	16.84
年初至今变化(%)	15.17
200天平均价(港元)	97.68

资料来源：FactSet

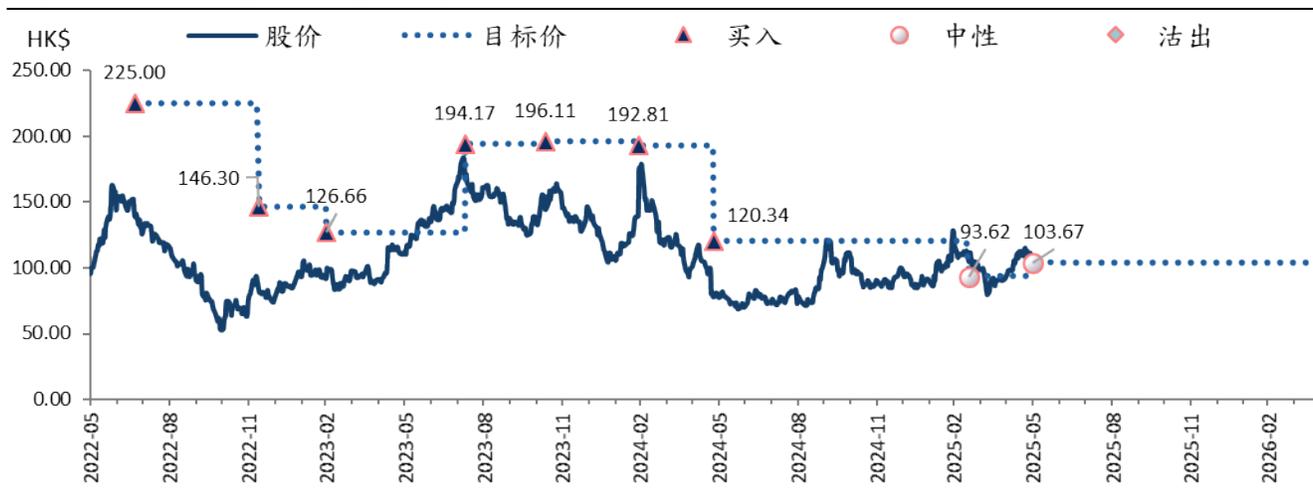
#### 陈庆

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

#### 李柳晓, PhD, CFA

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

图表 3：理想汽车 (2015 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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
689009 CH	九号公司	买入	64.48	73.29	13.7%	2025年04月30日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.36	19.84	60.5%	2025年03月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.32	7.16	-13.9%	2025年03月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.40	26.45	29.7%	2025年03月28日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.68	20.50	30.7%	2025年03月28日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	406.00	503.25	24.0%	2025年03月25日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	29.40	48.96	66.5%	2025年03月24日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.70	22.50	27.1%	2025年03月21日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	80.40	134.69	67.5%	2025年03月12日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.56	17.36	38.2%	2024年10月28日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	108.20	103.67	-4.2%	2025年05月30日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.81	3.34	18.9%	2024年04月01日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至2025年5月30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)
<b>毛利</b>	<b>27,497</b>	<b>29,656</b>	<b>31,145</b>	<b>39,509</b>	<b>43,706</b>
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
<b>经营利润</b>	<b>7,407</b>	<b>7,019</b>	<b>7,384</b>	<b>9,476</b>	<b>10,994</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>10,452</b>	<b>9,316</b>	<b>9,908</b>	<b>12,756</b>	<b>14,656</b>
税费	1,357	(1,270)	(1,347)	(1,913)	(2,198)
非控股权益	(105)	(13)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>11,704</b>	<b>8,032</b>	<b>8,560</b>	<b>10,843</b>	<b>12,458</b>
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
<b>总流动资产</b>	<b>114,526</b>	<b>126,310</b>	<b>130,925</b>	<b>155,749</b>	<b>176,588</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>28,942</b>	<b>36,039</b>	<b>39,172</b>	<b>41,220</b>	<b>42,180</b>
<b>总资产</b>	<b>143,467</b>	<b>162,349</b>	<b>170,097</b>	<b>196,969</b>	<b>218,768</b>
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
<b>总流动负债</b>	<b>72,743</b>	<b>69,216</b>	<b>68,364</b>	<b>83,849</b>	<b>92,623</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>10,150</b>	<b>21,813</b>	<b>21,852</b>	<b>22,396</b>	<b>22,963</b>
<b>总负债</b>	<b>82,892</b>	<b>91,029</b>	<b>90,216</b>	<b>106,245</b>	<b>115,587</b>
储备及其他资本项目	60,575	71,320	79,881	90,724	103,181
<b>股东权益</b>	<b>60,575</b>	<b>71,320</b>	<b>79,881</b>	<b>90,724</b>	<b>103,181</b>
<b>总权益</b>	<b>60,575</b>	<b>71,320</b>	<b>79,881</b>	<b>90,724</b>	<b>103,181</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>50,694</b>	<b>15,933</b>	<b>4,112</b>	<b>26,058</b>	<b>24,004</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(41,137)</b>	<b>(7,400)</b>	<b>(7,431)</b>	<b>(7,468)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>(416)</b>	<b>408</b>	<b>456</b>	<b>480</b>
汇率收益/损失	45	198	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>40,418</b>	<b>91,330</b>	<b>65,908</b>	<b>63,028</b>	<b>82,110</b>
<b>年末现金</b>	<b>91,330</b>	<b>65,908</b>	<b>63,028</b>	<b>82,110</b>	<b>99,127</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
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
<b>利润率分析(%)</b>					
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
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	10.3	5.3	5.1	5.9	6.0
ROE	22.3	12.2	11.3	12.7	12.8
<b>其他</b>					
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

香港中环德辅道中 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有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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirx Holding Company Limited及山东快驴科技发展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，并可能受递送延误、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，而非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，在参与有关报告中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。