



理想汽车-W (02015.HK)

买入 (维持评级)
港股公司点评
证券研究报告

理想汽车 25Q1 业绩点评：毛利率同环比双涨，业绩略超预期

业绩点评：

5月29日，理想汽车发布25Q1财报：

1、营收：Q1 公司交付 9.3 万台，同/环比+15.5%/+41.5%。其中 L6/7/8/9/M 销量分别为 4.4/2.1/1.3/1.1/0.2 万辆，L6 占比 47.8%，环比-1.3pct。Q1 营收 259.3 亿元，同/环比+1.2%/+41.4%；其中汽车业务营收 246.8 亿元，同/环比+1.8%/+42.1%；我们计算 Q4 单车 ASP 26.6 万元，同/环比-11.9%/+1.7%。

2、费用：Q1 研发&SGA 费用分别为 25.1/25.3 亿元，研发&SGA 费用率 9.7%/9.8%，环比+4.3pct/+2.8pct，环比上涨。

3、利润：1) Q1 毛利率 20.5%，同/环比-0.1pct/+0.2pct；其中汽车业务毛利率 19.8%，同/环比+0.5pct/+0.1pct；2) non-GAAP 口径净利 10 亿元，同/环比-21.7%/-75.2%，non-GAAP 口径单车净利 1.1 万元，同/环比-32.2%/-57.7%；净利率 3.9%，同/环比-1.1pct/-5.3pct。

经营分析与展望：

1、业绩略超预期。1) 毛利率略超预期：由于公司 Q1 规模效应虽然同比小有提升，但车型结构大幅恶化；同时环比由于季节波动交付亦大减，因而市场此前对其毛利率预期较弱。本次毛利率同环比均实现增长，超预期。超预期的核心在于公司成本的下降，在低价车型 L6 的占比下降的情形下，我们测算公司单车成本同时下降至 21.3 万元，环比-0.3k。2) 净利润：事实上净利润下滑幅度有限，亦略超预期；这主要由于公司大幅降本增效下费用端同比大幅缩窄。

2、目前增程改款销量已经稳定、后续博弈在纯电新车型。1) 公司指引：Q2 指引交付 12.3-12.8 万辆，同比+13.3%~17.9%；营收 345-338 亿元，同比+2.5%~+6.7%，由此我们计算 5-6 月公司月化销量预计破 4.4 万辆，指引相对合理。2) 公司指引是基于增程车的稳健，改款增程车上市后公司订单表现平稳，我们认为公司增程车改款已经实现了平稳过渡，尤其 25 年年内竞争对手均不强，公司增程基数是确定的；3) 公司 25 年及日后新增长点在于纯电，一季报出炉后公司已平稳渡过两轮利空，目前短期内利空较少，后续市场博弈的重点便是纯电新车，建议持续关注。但我们维持原有观点，纯电车的放量在 26 年，但年内存在纯电超预期的可能性，届时若增程车并未受到华为等厂商产品的干扰，则理想的利润仍有较大成长性。

盈利预测、估值和评级

理想的核心优势是出色的产品打造能力、优秀的战略布局和精细化管理能力。公司虽然短期基本面承压，但智驾+AI+机器人布局深入，智能化行业领先，其出色的产品打造能力也将对公司长期的成长性提供保障，且 25-26 年正处高压纯电新车周期，建议重点关注。我们维持公司 25/26/27 年净利润分别为 107.6/137.1/170.9 亿元的预期不变，对应 21.3/16.8/13.4 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：108.200 元

相关报告：

- 《理想汽车-W 智能焕新版上市点评：配置小有升级，整体符合预期》，2025.5.9
- 《理想汽车-W 24Q4 及 24 年业绩点评：业绩符合预期，关注纯...》，2025.3.15
- 《理想汽车-W 24Q3 业绩点评：单车净利超预期，关注新车周期》，2024.11.1



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 123,851 | 144,460 | 165,157 | 212,810 | 231,907 |
| 营业收入增长率 | 173.48% | 16.64% | 14.33% | 28.85% | 8.97% |
| 归母净利润(百万元) | 11,704 | 8,032 | 10,758 | 13,710 | 17,088 |
| 归母净利润增长率 | 681.65% | -31.37% | 33.94% | 27.44% | 24.64% |
| 摊薄每股收益(元) | 5.52 | 3.79 | 5.07 | 6.46 | 8.05 |
| 每股经营性现金流净额 | 23.89 | 7.51 | 5.69 | 14.23 | 10.40 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 19.46% | 11.33% | 13.15% | 14.32% | 15.12% |
| P/E | 26.67 | 24.82 | 21.34 | 16.75 | 13.44 |
| P/B | 5.19 | 2.81 | 2.81 | 2.40 | 2.03 |

来源：理想汽车年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入 | 45,287 | 123,851 | 144,460 | 165,157 | 212,810 | 231,907 |
| 增长率 | 67.7% | 173.5% | 16.6% | 14.3% | 28.9% | 9.0% |
| 主营业务成本 | 36,496 | 96,355 | 114,804 | 131,510 | 171,638 | 185,294 |
| %销售收入 | 80.6% | 77.8% | 79.5% | 79.6% | 80.7% | 79.9% |
| 毛利 | 8,790 | 27,497 | 29,656 | 33,647 | 41,172 | 46,613 |
| %销售收入 | 19.4% | 22.2% | 20.5% | 20.4% | 19.3% | 20.1% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 销售费用 | 1,010 | 0 | 0 | 10,240 | 12,854 | 13,775 |
| %销售收入 | 2.2% | 0.0% | 0.0% | 6.2% | 6.0% | 5.9% |
| 管理费用 | 4,655 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 10.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 研发费用 | 6,780 | 10,586 | 11,071 | 13,378 | 16,386 | 17,857 |
| %销售收入 | 15.0% | 8.5% | 7.7% | 8.1% | 7.7% | 7.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | -3,029 | 8,455 | 9,503 | 11,681 | 15,124 | 18,460 |
| %销售收入 | -6.7% | 6.8% | 6.6% | 7.1% | 7.1% | 8.0% |
| 财务费用 | -870 | -1,997 | 188 | -976 | -1,006 | -1,644 |
| %销售收入 | -1.9% | -1.6% | 0.1% | -0.6% | -0.5% | -0.7% |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | -3,655 | 7,407 | 7,019 | 10,029 | 11,932 | 14,981 |
| 营业利润率 | -8.1% | 6.0% | 4.9% | 6.1% | 5.6% | 6.5% |
| 营业外收支 | | | | | | |
| 税前利润 | -2,159 | 10,452 | 9,316 | 12,657 | 16,130 | 20,104 |
| 利润率 | -4.8% | 8.4% | 6.4% | 7.7% | 7.6% | 8.7% |
| 所得税 | -127 | -1,357 | 1,270 | 1,899 | 2,419 | 3,016 |
| 所得税率 | 5.9% | -13.0% | 13.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | -2,032 | 11,809 | 8,045 | 10,758 | 13,710 | 17,088 |
| 少数股东损益 | -20 | 105 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | -2,012 | 11,704 | 8,032 | 10,758 | 13,710 | 17,088 |
| 净利率 | n.a | 9.5% | 5.6% | 6.5% | 6.4% | 7.4% |

现金流量表(人民币 百万)

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| 净利润 | -2,012 | 11,704 | 8,032 | 10,758 | 13,710 | 17,088 |
| 少数股东损益 | -20 | 105 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 3,143 | 572 | 7,901 | -1,310 | -2,720 | -3,155 |
| 非经营收益 | | | | | | |
| 营运资金变动 | 5,035 | 36,612 | 0 | -596 | 15,344 | 4,305 |
| 经营活动现金净流 | 7,380 | 50,694 | 15,933 | 12,071 | 30,189 | 22,069 |
| 资本开支 | -5,128 | -6,507 | 0 | -7,500 | -7,500 | -7,500 |
| 投资 | 922 | 16,117 | 0 | -2,100 | -5,100 | -8,100 |
| 其他 | -159 | -9,622 | -41,137 | 1,652 | 3,192 | 3,479 |
| 投资活动现金净流 | -4,365 | -12 | -41,137 | -7,948 | -9,408 | -12,121 |
| 股权募资 | 2,469 | 1,186 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 3,080 | -1,001 | 0 | 4,000 | 4,000 | 2,000 |
| 其他 | 90 | 0 | -416 | -342 | -472 | -324 |
| 筹资活动现金净流 | 5,639 | 185 | -416 | 3,658 | 3,528 | 1,676 |
| 现金净流量 | 9,925 | 50,911 | -25,422 | 7,978 | 24,507 | 11,823 |

资产负债表(人民币 百万)

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 38,478 | 91,329 | 65,901 | 73,880 | 98,387 | 110,210 |
| 应收款项 | 1,738 | 4,391 | 5,312 | 5,279 | 6,794 | 7,394 |
| 存货 | 6,805 | 6,872 | 8,186 | 15,472 | 21,455 | 24,524 |
| 其他流动资产 | 19,972 | 11,934 | 46,911 | 57,162 | 64,545 | 73,500 |
| 流动资产 | 66,992 | 114,526 | 126,310 | 151,792 | 191,180 | 215,628 |
| %总资产 | 77.4% | 79.8% | 77.8% | 79.0% | 81.2% | 81.8% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 11,188 | 15,745 | 21,141 | 24,753 | 27,795 | 31,016 |
| %总资产 | 12.9% | 11.0% | 13.0% | 12.9% | 11.8% | 11.8% |
| 无形资产 | 4,377 | 6,809 | 9,244 | 9,914 | 10,517 | 10,965 |
| 非流动资产 | 19,545 | 28,942 | 36,039 | 40,421 | 44,166 | 47,935 |
| %总资产 | 22.6% | 20.2% | 22.2% | 21.0% | 18.8% | 18.2% |
| 资产总计 | 86,538 | 143,467 | 162,349 | 192,213 | 235,346 | 263,563 |
| 短期借款 | 391 | 6,975 | 376 | 2,376 | 4,376 | 5,376 |
| 应付款项 | 20,024 | 51,870 | 53,596 | 63,929 | 83,435 | 90,073 |
| 其他流动负债 | 6,958 | 13,897 | 15,243 | 19,819 | 25,537 | 27,829 |
| 流动负债 | 27,373 | 72,743 | 69,216 | 86,124 | 113,348 | 123,279 |
| 长期贷款 | 9,231 | 1,747 | 8,795 | 10,795 | 12,795 | 13,795 |
| 其他长期负债 | 4,748 | 8,402 | 13,018 | 13,018 | 13,018 | 13,018 |
| 负债 | 41,352 | 82,892 | 91,029 | 109,936 | 139,161 | 150,091 |
| 普通股股东权益 | 44,859 | 60,143 | 70,875 | 81,831 | 95,740 | 113,026 |
| 其中：股本 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 未分配利润 | 45,051 | 60,366 | 70,875 | 81,831 | 95,740 | 113,026 |
| 少数股东权益 | 328 | 433 | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 负债股东权益合计 | 86,538 | 143,467 | 162,349 | 192,213 | 235,346 | 263,563 |

比率分析

| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | -1.04 | 5.95 | 4.03 | 5.07 | 6.46 | 8.05 |
| 每股净资产 | 21.52 | 28.34 | 33.40 | 38.56 | 45.12 | 53.26 |
| 每股经营现金净流 | 3.54 | 23.89 | 7.51 | 5.69 | 14.23 | 10.40 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | -4.49% | 19.46% | 11.33% | 13.15% | 14.32% | 15.12% |
| 总资产收益率 | -2.33% | 8.16% | 4.95% | 5.60% | 5.83% | 6.48% |
| 投入资本收益率 | -5.20% | 13.79% | 10.20% | 10.40% | 11.34% | 11.83% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 67.67% | 173.48% | 16.64% | 14.33% | 28.85% | 8.97% |
| EBIT 增长率 | -264.97% | 379.11% | 12.40% | 22.91% | 29.48% | 22.06% |
| 净利润增长率 | -525.97% | 681.65% | -31.37% | 33.94% | 27.44% | 24.64% |
| 总资产增长率 | 39.92% | 65.79% | 13.16% | 18.40% | 22.44% | 11.99% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 存货周转天数 | 41.5 | 25.5 | 23.6 | 32.4 | 38.7 | 44.7 |
| 应付账款周转天数 | 145.0 | 134.3 | 165.4 | 160.9 | 154.5 | 168.6 |
| 固定资产周转天数 | 62.3 | 39.1 | 46.0 | 50.0 | 44.4 | 45.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -53.35% | -122.50% | -61.29% | -57.96% | -70.90% | -68.76% |
| EBIT 利息保障倍数 | -28.5 | 98.0 | 50.6 | 34.2 | 32.0 | 57.1 |
| 资产负债率 | 47.78% | 57.78% | 56.07% | 57.20% | 59.13% | 56.95% |

来源：理想汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究