

2025Q1 毛利率超预期 纯电+智驾开启新周期

2025年06月01日

**分析师：崔琰**
 执业证号：S0100523110002
 邮箱：cuiyan@mszq.com
分析师：乔木
 执业证号：S0100524100002
 邮箱：qiaomu@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2025Q1 财报：2025Q1 实现单季营收 259.3 亿元，同环比分别为+1.1%/-41.4%。2025Q1 销量约为 9.3 万辆，同环比分别为+15.5%/-41.5%；2025Q1 汽车业务毛利率为 19.8%，同环比分别为+0.4pct/+0.1pct。2025Q1 归母净利润为 6.5 亿元，同环比分别为+10.0%/-81.5%。2025Q1 non-GAAP 归母净利润为 10.2 亿元，同环比分别为-20.3%/+74.7%。

➤ 营收短期承压 毛利保持健康

营收端：2025Q1 公司总营收为 259.3 亿元，同比/环比分别为+1.1%/-41.4%；其中 2025Q1 汽车业务收入约为 246.8 亿元，同比/环比分别为+1.8%/-42.1%。同比上升主要由于汽车交付量的增加，部分抵消的收入增加主要由于产品组合不同导致平均售价降低。环比下降主要受与春节假期有关季节性因素影响。整体 ASP 由 2024Q4 的 26.9 万元下降至 26.6 万元。交付量方面，2025Q1 共计交付 9.3 万辆，同比/环比为+15.5%/-41.5%；其中，理想 L9、L8、L7、L6、Mega 单季销量分别占 2025Q1 销量的 13.1%、13.9%、22.6%、47.8%和 2.6%。

其他业务方面，2025Q1 营收达到 12.5 亿元，同比/环比分别为-9.7%/-23.5%；环比下降主要由于配件销售与服务提供的减少，与季度间汽车交付量减少相契合。

利润端：毛利方面，2025Q1 汽车业务毛利为 48.8 亿元，同比/环比分别为+4.0%/-41.9%；2025Q1 汽车业务毛利率为 19.8%，同比/环比分别为+0.4pts/+0.1pts。

经营性利润方面，2025Q1 单季经营性利润为+2.7 亿元，利润率为+1.0%，同比转正。2025Q1 单季归母净利润为 6.5 亿元，non-GAAP 归母净利润为 10.2 亿元，同比/环比分别为-20.3%/-74.7%；non-GAAP 净利润率为 3.9%，同比/环比分别为-1.1pts/-5.2pts。

➤ 现金储备充足 充电站持续投入

费用端：2025Q1 理想研发费用为 25.1 亿元，同比/环比为-17.5%/+4.4%；2025Q1 研发费用率为 5.4%，同比/环比为-2.2pts/+4.3pts。同比下降主要由于员工薪酬减少以及新车项目进度的影响。

2025Q1 销售管理费用为 25.3 亿元，同比/环比分别为-15.0%/-17.7%；2025Q1 销售管理费用率为 9.8%，同比/环比为-1.9 pts/+2.8 pts。同环比下降主要由于员工薪酬减少、运营效率提升及营销和宣传活动减少。

推荐

维持评级

当前价格：

112.30 港元

相关研究

- 1.理想汽车 (2015.HK) 系列点评六: 2024 营收稳健增长 2025 纯电+智驾驱动-2025/03/15
- 2.理想汽车 (2015.HK) 系列点评五: 2024Q3 毛利亮眼 智驾加速推进-2024/11/01
- 3.理想汽车 (2015.HK) 系列点评四: 2024Q2 毛利超预期 智驾加速推进-2024/08/30
- 4.理想汽车系列点评三: 2024Q1 毛利维持健康 静待纯电产品优化-2024/05/22
- 5.理想汽车系列点评二: 理想 MEGA 发布 再续强势产品周期-2024/03/02

渠道端:截至 2025 年 3 月 31 日,公司于 150 个城市拥有 500 家零售中心,于 225 个城市运营 502 家售后维修中心。

充电网络:截至 2025 年 5 月 27 日,全国已有 2,334 座理想超充站,12,727 充电桩,布局 31 个省份、227 个城市。

现金流:2025Q1 公司经营活动所得现金净额为人民币 17 亿元,2025Q1 自由现金流为 25 亿元。

未来展望:公司预计 2025Q2 汽车交付量将在 12.3 万辆至 12.8 万辆之间,同比区间为+13.3%至+17.9%;对应的收入约为 325 亿元至 338 亿元,同比区间为+2.5%至+6.7%。

➤ i8 上市在即 纯电周期开启

纯电新车上市在即,纯电产品思路迈向收获期。改款纯电动 MPV 理想 MEGA Home 预售订单强劲,占 MEGA 订单 90%以上,七月 MEGA 交付有望实现 2500-3000 台。销量的正向反馈验证了消费者对于理想纯电产品的接受度在逐步提升,表明理想汽车的纯电路线正在步入收获期。新款纯电 SUV 理想 i8 将于 7 月正式发布,新车将搭载理想自主研发新一代辅助驾驶基础架构 VLA 模型,该模型随后将通过 OTA 推送至全系 AD max 车型,通过模型迭代效率和质量突破进一步提升纯电产品竞争力,打造汽车智能体新形态。

➤ 投资建议:

我们看好理想凭借敏锐的用户洞察力和高效组织架构所带来的产品定义能力持续挖掘需求,通过产品形态的创新将增程式的成功复现在纯电产品中。随着销量的提升,规模效应将持续摊薄各项费用率。考虑公司近期经营节奏,调整盈利预测,预计公司 2025-2027 年收入分别为 1,653.6/2,024.5/2,226.9 亿元,归母净利润为 101.1/134.6/165.4 亿元,对应 2025 年 5 月 30 日收盘价 112.3 港元/股(港元对人民币汇率 1:0.92),PE 分别为 22/16/13 倍,维持“推荐”评级。

风险提示:新车型销量不及预期;车企新车型投放进度不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	144,460	165,359	202,447	222,692
增长率(%)	16.6	14.5	22.4	10.0
归属母公司股东净利润(百万元)	8,032	10,110	13,460	16,535
增长率(%)	-31.4	25.9	33.1	22.8
每股收益(元)	3.75	4.72	6.29	7.72
PE	28	22	16	13
PB	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 5 月 30 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	126,310	140,034	165,391	185,905
现金及现金等价物	65,901	77,726	99,631	118,259
应收账款及票据	135	184	225	247
存货	8,186	9,432	11,545	12,699
其他	52,088	52,692	53,990	54,699
非流动资产合计	36,039	42,093	47,782	53,474
固定资产	21,141	25,015	28,699	32,368
商誉及无形资产	9,244	11,250	13,255	15,277
其他	5,654	5,828	5,828	5,828
资产总计	162,349	182,127	213,174	239,379
流动负债合计	69,216	78,586	96,107	105,680
短期借款	376	376	376	376
应付账款及票据	53,596	61,674	75,486	83,034
其他	15,243	16,536	20,245	22,269
非流动负债合计	21,813	22,078	22,078	22,078
长期借贷	8,795	8,795	8,795	8,795
其他	13,018	13,284	13,284	13,284
负债合计	91,029	100,664	118,185	127,758
普通股股本	1	1	1	1
储备	70,873	80,914	94,304	110,768
归属母公司股东权益	70,875	80,915	94,305	110,770
少数股东权益	445	548	684	851
股东权益合计	71,320	81,463	94,989	111,620
负债和股东权益合计	162,349	182,127	213,174	239,379

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15,933	17,092	26,597	22,954
净利润	8,032	10,110	13,460	16,535
少数股东权益	13	102	136	167
折旧摊销	3,058	2,121	2,311	2,308
营运资金变动及其他	4,830	4,759	10,690	3,944
投资活动现金流	-41,137	-4,932	-4,356	-3,992
资本支出	-7,730	-8,000	-8,000	-8,000
其他投资	-33,407	3,068	3,644	4,008
筹资活动现金流	-416	-265	-265	-265
借款增加	-525	0	0	0
普通股增加	15	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	95	-265	-265	-265
现金净增加额	-25,422	11,824	21,906	18,628

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	144,460	165,359	202,447	222,692
其他收入	0	0	0	0
营业成本	114,804	130,603	159,852	175,837
销售管理费用	9,768	12,529	14,171	14,475
研发费用	11,071	13,063	15,993	16,702
财务费用	-1,632	265	265	265
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,328	2,976	3,644	4,008
除税前利润	9,316	11,875	15,810	19,421
所得税	1,270	1,663	2,213	2,719
净利润	8,045	10,213	13,596	16,702
少数股东损益	13	102	136	167
归属母公司净利润	8,032	10,110	13,460	16,535
EBIT	7,683	12,140	16,074	19,686
EBITDA	10,741	14,260	18,385	21,994
EPS (元)	3.75	4.72	6.29	7.72

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	16.64	14.47	22.43	10.00
归属母公司净利润	-31.37	25.87	33.13	22.84
盈利能力(%)				
毛利率	20.53	21.02	21.04	21.04
销售净利率	5.56	6.11	6.65	7.43
ROE	11.33	12.50	14.27	14.93
ROIC	8.24	11.52	13.27	14.02
偿债能力				
资产负债率(%)	56.07	55.27	55.44	53.37
净负债比率(%)	-79.54	-84.15	-95.23	-97.73
流动比率	1.82	1.78	1.72	1.76
速动比率	1.03	1.07	1.11	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.96	1.02	0.98
应收账款周转率	1036.91	1037.24	990.75	942.86
应付账款周转率	2.18	2.27	2.33	2.22
每股指标 (元)				
每股收益	3.75	4.72	6.29	7.72
每股经营现金流	7.44	7.98	12.42	10.72
每股净资产	33.11	37.80	44.05	51.74
估值比率				
P/E	28	22	16	13
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.49	12.42	9.63	8.05

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048