

2025 年 07 月 27 日

理想汽车-W (02015. HK)

投资评级：买入（首次）

——汽车与 AI 双向赋能，迈向全球领先的物理智能体企业

证券分析师

李泽

SAC: S1350525030001

lize@huayuanstock.com

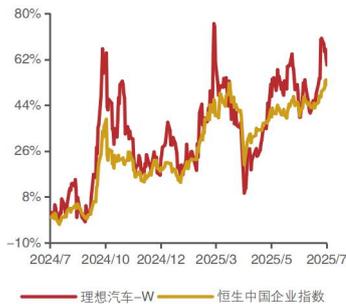
秦梓月

SAC: S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 25 日

收盘价 (港元)	116.90
一年内最高/最低 (港元)	138.30/69.05
总市值 (百万港元)	236,905.86
流通市值 (百万港元)	236,905.86
资产负债率 (%)	55.31

资料来源：聚源数据

投资要点：

智能化背景下，汽车企业若想走在正确的道路上并成功走到终点，离不开决策者前瞻性的战略判断以及多次精准的战略抉择。从终局思维看，人工智能趋势下，汽车行业最终或迎来颠覆性的产业发展，这其中需要决策者基于方法论和些许直觉，做出终局轮廓的基本判断，并在该假设下持续验证及修正，从而形成不断接近终局的正确认识。立足于当下，行业的现状一方面是新能源渗透率步入瓶颈、行业内卷加剧，另一方面则是未来一段时间内行业部分竞争要素变化的斜率开始变得陡峭（包括智能化背景下技术迭代的斜率、消费者认知的变化速度等），以上都会加快行业洗牌，并令车企不得不频繁做大大小小的战略决策。这些判断及抉择背后均离不开决策者对产业发展趋势、技术路径、商业化节奏以及对自身企业的认知，也反映了决策者的性格特点与行事风格。李想拒绝平庸的性格底色是其多次创业并坚持到底、以及转型 AI 追求更大成长的核心来源、其持续 & 快速的学习能力也使他对新兴产业趋势的认知能力、对犯错之后的自我纠偏能力不断提升。正是这些能力与积累让他在过往的创业中有较成功的表现，并也有望赋能到转型人工智能企业的理想上。

汽车业务是理想转型 AI、“拿自动驾驶门票”的数据及资金基础，理想通过积攒的品牌力及体系化能力，有望实现汽车销量及盈利的稳中有升。高端家庭增程 SUV 赛道逐步进入红海市场，而对高端车型而言最大的特点在于，产品力及合适的定价决定的或许只是销量下限，情绪价值及品牌力非常重要。理想 L 系列积攒的品牌力及其不断提升产品价值的巧思将促使其在激烈的厮杀中维持一定竞争力。此外，理想增程系列、MEGA Home 成功背后的产品定义、组织流程及商业化等体系化能力，以及初代 MEGA 失败的经验也将赋能至纯电 i 系列车型，因此 i 系列车型有望在空间、补能、智能化等多方面持续提供超越用户需求的产品体验，并有望撬动换购需求，从而实现在细分市场优异的销量表现。

汽车及机器人等物理智能体模型开始交织，理想凭借高效的战略执行力有望在 AI 战役中逆袭。VLA 范式的创新在于多模态大语言模型的引入，因其具备强大的通用能力，有望成为解决物理智能体问题的通用范式，而汽车预计是 VLA 模型可量产的最早载体。短期看，VLA 有望带来公司汽车销量的提升及竞争格局的变化。消费者对智驾体验的提升非线性，小的边际变化如今已经较难激起千层浪，唯有推出全新的、有价值的功能，才能抢占消费者的心智。也即技术的跃迁是摆脱行业内卷的重要途径。长期看，由于 VLA 具备成为广义具身智能基础模型的潜力，公司业务结构及商业模式或迎新变化。届时 VLA 可能会在除汽车外的各种终端上落地，产品的交互形式有较大的想象空间，公司商业模式也可能迎来新的变化。当智能驾驶模型范式迈向多模态、强化学习等方向，智驾的成功不再是单纯投入大笔资金或者鞭策供应商就能达成。理想作为智驾后来者有望逆袭的核心原因或是其具备前瞻性的企业家认知（决定了公司智能驾驶方向选择、投入时机把握的准确与否，也决定了公司智驾投入的果断程度以及战略倾斜度）、高效的组织架构 & 组织执行力（决定了智驾战略的最终落地效果）以及强大的工程 & 产品能力（VLA 技术落地及大规模商业化的基础）。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025–2027 年 non-GAAP 归母净利润分别为 92/156/190 亿元，同比增速分别为-14%/+70%/+22%，当前股价对应的 PE 分别为 25/15/12 倍。我们选取比亚迪、赛力斯为可比公司，两家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 27.0x。积攒的品牌力、优秀的产品定义水平及潜在的领先 AI 能力加持下，理想汽车销量有望实现稳中有升，前瞻的 AI 布局及高效的战略执行力亦将拓宽公司的成长天花板，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、技术研发或落地不及预期风险、跨市场选取可比公司的风险。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	123,851.3	144,459.9	144,856.9	194,667.6	223,380.0
同比增长率 (%)	173.5%	16.6%	0.3%	34.4%	14.7%
归母净利润 (百万元)	12,092.6	10,657.2	9,171.6	15,622.3	19,029.0
同比增长率 (%)	29430%	-12%	-14%	70%	22%
每股收益 (元/股)	5.7	5.0	4.3	7.3	8.9
ROE (%)	20.1%	15.0%	11.7%	17.0%	17.5%
市盈率 (P/E)	23.6	17.1	24.9	14.6	12.0

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（注：为 non-GAAP 口径）

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年 non-GAAP 归母净利润分别为 92/156/190 亿元，同比增速分别为-14%/+70%/+22%，当前股价对应的 PE 分别为 25/15/12 倍。我们选取比亚迪、赛力斯为可比公司，两家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 27.0x。积攒的品牌力、优秀的产品定义水平及潜在的领先 AI 能力加持下，理想汽车销量有望实现稳中有升，前瞻的 AI 布局及高效的战略执行力亦将拓宽公司的成长天花板，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

考虑到 2025 年 7 月、9 月公司将分别推出 i8、i6，我们假设公司 2025–2027 年汽车销量分别为 50.9/66.0/73.9 万辆，2025–2027 年营业总收入分别为 1448.6/1946.7/2233.8 亿元。我们预计同级别纯电车型毛利率低于增程车型，并假设公司 2025–2027 年汽车销售毛利率分别为 19.6%/19.2%/19.3%，总体毛利率分别为 20.4%/20.2%/20.5%。

投资逻辑要点

1、当前新能源汽车渗透率陷入瓶颈，整车行业步入存量博弈时代。低价格带需要主机厂具备较大的规模与较强的成本管控能力，高价格带比拼的则更多为品牌力，而智能化是塑造品牌力的一个重要手段。当前物理智能体模型开始交织，VLA 有望成为解决物理智能体问题的通用范式，汽车则预计是 VLA 模型可量产的最早载体。VLA 短期有望通过差异化的智驾体验带来公司汽车销量的提升，长期还有望使得公司业务结构及商业模式产生新变化。理想汽车布局 VLA 不仅具备较好的技术传承性，同时公司还拥有前瞻性的企业家认知、高效的组织架构&组织执行力以及强大的工程&产品能力，有望实现智驾的逆袭。

2、家庭增程 SUV 市场竞争日趋激烈，理想 L 系列通过积攒的品牌力以及其不断提升产品价值的巧思，有望维持一定的销量及盈利基盘。纯电 i 系列依托此前增程系列成功背后的体系化能力，有望持续提供超越用户需求的产品体验，为公司带来全新增长点。i 系列首款车型 i8 7 月 29 日发布在即，有望撬动换购需求，并在细分市场实现较优异的销量表现。

核心风险提示

行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、技术研发或落地不及预期风险、跨市场选取可比公司的风险。

内容目录

1. 理想的核心竞争力是李想	8
1.1. 拒绝平庸是李想的性格底色，持续学习是李想成功的关键	8
1.2. 三次创业经历，让李想对产业择时、洞察需求、组织管理更为成熟	9
2. 历史上成功与失败的经历，都将转化为 i 系列成功的基石	10
2.1. 理想 ONE 成功的原因：精准的产品定位+超越用户需求的产品体验	10
2.2. L 系列成功的原因：以用户需求深挖锚定价值，凭组织效能精进兑现交付	11
2.3. L 系列在竞争加剧中承压有限的原因：品牌力已开始成为护城河	12
2.4. MEGA 二战成功的原因：价值升级	17
2.4.1. MEGA 首战失利：核心团队投入减少导致市场误判	17
2.4.2. MEGA 再战告捷：本质是价值升级，用户基数得以拓宽	22
2.5. i 系列预计能成功的原因：MEGA 经验赋能下提供更优产品体验，有望撬动换购需求	26
2.5.1. i8：强换购需求+强产品力，预计月销大于 5 千	26
2.5.2. i6：细分市场空间大且产品配置较强，月销有望破万	30
2.5.3. 5C 超充是高端纯电销售成功的必要非充分条件	32
3. 人工智能企业阶段：物理智能体模型开始交织，理想凭借高效的战略执行力有望逆袭	36
3.1. VLA 是解决物理智能体问题的通用范式，汽车预计是该模型可量产的最早载体	36
3.2. 技术的跃迁是摆脱行业内卷的重要途径	36
3.3. 理想智驾逆袭的核心在于高效的战略执行力	40
3.3.1. 企业家的认知决定了智驾战略方向的成败	41
3.3.2. 强大工程和产品能力是理想智驾商业化的坚实基础	42
3.3.3. 组织执行力决定了智驾战略的最终落地效果	44
4. 盈利预测与评级	44
5. 风险提示	45

图表目录

图表 1: 三次 to C 创业让李想对创业方向及时机选择、用户需求把握、组织流程建设更为成熟.....	10
图表 2: 理想 ONE 月销最高突破 1.4 万辆.....	11
图表 3: 理想 ONE 2022 年达到增程市场份额第一, 市占率接近 40% (单位: 万辆)	11
图表 4: 理想 L6、L7 月销最高破 2 万辆, L8、L9 月销最高破 1 万辆 (单位: 万辆)	12
图表 5: 2024~2025H1 理想 L 系列在 20~50 万元 (为实际成交价) 增程+插混市场中的份额保持第一.....	12
图表 6: 我们预计华为、小米对理想汽车销量的扰动较大 (单位: 辆)	13
图表 7: 理想 L 系列 2025 年竞品较多, 其中问界 M8、小米 YU7 产生的冲击预计较大.....	13
图表 8: 2023、2024 年 25 万元+三排 SUV 上险总量较稳定 (单位: 万辆)	14
图表 9: 2024 年 20~40 万元二排 SUV 上险量较 2023 年增长 27 万辆, 但新能源渗透率已达 65% (单位: 万辆)	14
图表 10: Model 3 上市以来月均上险量稳定在 1 万辆+, Model Y 2022~2025H1 月均上险量维持在 2.5+万辆.....	14
图表 11: 特斯拉 Model 3 上市以来改款力度较小.....	14
图表 12: 特斯拉 Model Y 上市以来改款力度较小.....	15
图表 13: 特斯拉依据市场情况调节价格 (单位: 万元)	15
图表 14: 特斯拉实际成交均价在竞品中处于较高水平 (单位: 万元)	15
图表 15: 以 Model Y 为例, 特斯拉较多配置低于竞品.....	15
图表 16: 特斯拉竞品销量衰减速度较快 (单位: 万辆)	15
图表 17: 小米 SU7 上险量表现优异 (单位: 万辆)	15
图表 18: 理想 L 系列焕新版配置增加幅度较大, 并且 L9 升级最多.....	16
图表 19: 理想 L 系列焕新版首销期终端优惠较老款略有收回, 但并未太多.....	16
图表 20: 公司根据市场竞争态势提升产品价值, 理想 L 系列焕新版上险量较年初有所回升 (单位: 辆)	17
图表 21: 50 万元以上车型中, 理想 MEGA 车长、轴距均较大 (单位: mm)	18
图表 22: 2024 年, 除 MEGA 外, 较少车长 $\geq 5300\text{mm}$ 、轴距 $\geq 3300\text{mm}$ 且销量较高的家用 MPV 推出.....	18
图表 23: 理想 MEGA 转弯半径较大.....	19
图表 24: 理想 MEGA 的长度大于城市道路内垂直式停车位长度的最小尺寸要求.....	19

图表 25: L9 车长及轴距明显小于 MEGA	19
图表 26: 50 万元以上 MPV 市场空间较小	19
图表 27: 理想 MEGA 2024 款并未提供超出用户需求的产品价值	20
图表 28: 理想 MEGA 采用全面开花的销售策略	21
图表 29: 2024 年 MEGA 销量主要集中在高线城市	21
图表 30: 截至 2024.3.10, 理想城市超充桩数量较少 (超充站单位: 个、超充桩单位: 根)	21
图表 31: 理想总体充电桩数量均较少 (充电站单位: 个、充电桩单位: 根)	21
图表 32: 经营及产品层面的转变、叠加本身产品力的优势, 促使 MEGA 2024 年 12 月销量突破 1 千辆 (单位: 辆)	22
图表 33: 理想 MEGA Home 在座椅、座舱舒适性、车门功能等多处均有所升级	23
图表 34: 理想 MEGA Home 为用户提供了全新的使用场景	23
图表 35: MEGA 在空间、5C 超充、座椅舒适性、NVH 等方面均具备较强竞争力	24
图表 36: MEGA Home 陆续开启全国交付后, 理想 MEGA 周度上险量明显提升 (单位: 辆)	25
图表 37: 2024 年 4 月, 汤靖出任第一产品线总裁	25
图表 38: 30 万元以上的三排 SUV 市场纯电渗透率仅 4~5% (单位: 万辆)	26
图表 39: 2024 年 30 万元以上三排纯电 SUV 仅问界 M9 EV、蔚来 ES8 销量较高 (单位: 万辆)	26
图表 40: 六座纯电四驱 SUV 较难同时满足空间大、续航里程高、价格相对合适的特征	27
图表 41: 理想 i8 尺寸介于理想 L8 与理想 L9 间, 由于拥有较短的前悬因此轴距较长	27
图表 42: 理想 i8 与同级别竞品相比, 在补能、智能驾驶等方面具备竞争优势	28
图表 43: 仅 2015~2020 年新能源乘用车累计销量已超 400 万辆, 部分可能成为 i8 的目标用户 (单位: 万辆)	29
图表 44: 理想增程系列及特斯拉等的新能源保有用户或为 i8 的潜在意向用户 (单位: 万辆)	29
图表 45: 30~40 万元纯电 SUV 中基本无 6 座 SUV 供给, 同价位段 5 座 SUV 2024 年月均销量最高约 0.6 万辆 (单位: 万辆)	30
图表 46: 2024 年 20~30 万元的二排 SUV 市场销量同比增加 37 万辆 (单位: 万辆)	30
图表 47: 20~30 万元二排纯电 SUV 市场中, Model Y 市占率超 60% (单位: 万辆)	30
图表 48: 理想 i6 在空间、补能、智驾上相较竞品具备竞争优势	31
图表 49: i6 竞品中, 除 Model Y 外, 其余车型月均销量普遍低于 1 万辆 (单位: 万辆)	31

万元)	32
图表 50: 理想汽车超充网络分为 5C 超级充电站及超充站两种类型	32
图表 51: 截至 7 月 20 日, 理想超充网络在全国已有 2,902 座超充站, 15,945 根充电桩3:	
图表 52: 理想汽车充电桩已破 1.5 万根, 相较友商具备一定竞争优势	33
图表 53: 理想充电桩数量&MEGA 销量无明显关联	34
图表 54: MEGA 首批交付用户 NPS 随时间逐步提升	34
图表 55: 2025 年 MEGA 春节期间 NPS 创新高	34
图表 56: 特斯拉内销与自身充电桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与充电桩数量相关性不高	35
图表 57: 特斯拉内销与行业公桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与行业公桩数量相关性不高	35
图表 58: 特斯拉内销与行业私桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与行业私桩数量相关性不高	35
图表 59: 蔚来销量与充电桩数量呈正相关关系	35
图表 60: 蔚来销量与换电站数量呈正相关关系	35
图表 61: 蔚来分车系销量走势有所分化 (万辆)	35
图表 62: 理想 Mind VLA 架构统一了空间智能、语言智能和行为智能	37
图表 63: Mind VLA 第一步: 通过 3D GS 算法获取优秀的 3D 表征	37
图表 64: Mind VLA 第二步: 利用 LLM 的逻辑推理等能力, 输出 action token	38
图表 65: Mind VLA 第三步: 利用 diffusion 将 action token 解码成最终驾驶轨迹	39
图表 66: Mind VLA 第四步: 通过 RLHF 及 RL 进行模型后训练	39
图表 67: Mind VLA 有望为用户带来全新的产品形态和产品体验	40
图表 68: 人工智能时代智驾的成功是企业家认知、组织执行力、工程&产品能力三位一体共同作用的结果	41
图表 69: 理想汽车布局 VLA 的技术传承性较强	42
图表 70: 理想汽车云端算力与华为、小鹏等智驾领先的主机厂相近	43
图表 71: 理想汽车上市以来累计销量较高 (单位: 万辆)	43
图表 72: 理想汽车智能驾驶累计里程数具备竞争优势	43
图表 73: 理想汽车现金储备较充足	44
图表 74: 公司分业务营业收入预测 (单位: 亿元、万辆)	45
图表 75: 可比公司估值表	45

1. 理想的核心竞争力是李想

我们认为，智能化背景下的整车研究更需要深刻理解创始人本身，包括其性格特点、行事风格以及对于新兴产业趋势的认知能力。

当前，主机厂战略决策对后期经营结果影响的反应周期在大幅缩短。创始人是一切企业基因的来源，企业基因则会影响众多战略方向的抉择。而在整车智能化的背景下，车型研发周期缩短、消费观念日趋数码化，企业彼时战略抉择的对与否，将很快反应至最终的经营报表之上（这点与其他很多行业并不相同）。

同时，未来一段时间行业洗牌加速，在行业发展的二阶导开始产生变化时，车企将面临着几乎需要天天做选择题的境况，而企业的最终决策只是结果，创始人本身的认知与风格才是根本原因。传统的整车研究更注重对于销量的预测，往往通过对比同价格带、同级别的存量车型销量来“刻舟求剑”。背后反应的是在行业斜率相对稳定的趋势下，大家对于边际信息的追求，并希望以此获得超额收益。然而，小米汽车的两款现象级产品的诞生使得从前按部就班的销量预测体系失效，也迫使我们去反思自身的研究框架。我们认为，当前行业的现状一方面是新能源汽车渗透率步入瓶颈、行业内卷加剧，另一方面则是未来一段时间内行业部分竞争要素变化的斜率开始变得陡峭（包括技术迭代的斜率、消费者认知的变化速度等），以上都会加快行业洗牌。而在愈演愈烈的淘汰赛中，企业仍将面临着更多的前所未有的战略选择和挑战，例如如何合理的搭载智驾配置（分车型/标配？）、何时推出自研芯片（尽快/先观望？）、如何分配算法研发团队精力（端到端/VLA？）、如何应对类似小米 YU7 这样的现象级产品的冲击等等。面临诸如以上众多的选择题，我们认为企业的最终决策是结果，理解创始人本身的风格与认知将更为重要。

1.1. 拒绝平庸是李想的性格底色，持续学习是李想成功的关键

成长背景塑造了李想创业的最底层信念——拒绝平庸。李想读书时期因成绩欠佳所受到的负面打击、因投稿所获得的正向奖励、以及父母对李想自主做重大决策的支持，共同造就了李想对成功及不断成长的渴望。因此，他不满足于泡泡网行业第三的地位，从而创立汽车之家并获得行业第一；在此基础上，为追求更大成长，他创办理想汽车，并向人工智能企业转型。拒绝平庸的性格底色是李想走向创业道路并且坚持到底的最核心来源。

持续 & 快速的学习能力是李想创业成功的关键。李想高中时期便找到能实现更快成长速度的学习方法：1）解决问题前广泛阅读信息，并与各种人交流，从而对某个领域有所了解；2）设定目标，并运用所学知识完成目标；3）当问题解决后，复盘并将经验内化，以获得能力的成长。持续 & 快速的学习能力是众多中国 80 后企业家共同的特点，体现在公司管理中则表现为对新兴产业趋势的认知能力，以及对犯错之后的自我纠偏能力。

1.2. 三次创业经历，让李想对产业择时、洞察需求、组织管理更为成熟

李想锐意进取、自我革新的企业家精神，促使他不断反思总结每次创业阶段的经验教训，并从泡泡网、汽车之家、理想汽车三次 to C 创业中逐步找到成为“行业第一”的方法论——在行业赛道及切入时机选择正确的基础上，核心成功要素从用户向组织不断迭代。

泡泡网时期，李想意识到需要成为行业第一才是成功；汽车之家时期，依托泡泡网的失败经验，李想形成了创业方向和时机选择的方法论。泡泡网时期李想选择了自己喜欢且擅长的 IT 产品测评赛道进行创业，但因为 1) 创业时机把握不准；2) 过于关注技术以及与友商的竞争、而非用户本身；3) 管理及组织建设混乱等原因，最终仅获得行业第三。2004 年，泡泡网的发展逐步遭遇瓶颈，李想开始寻找新的突破点，并基于赛道方向及时机抉择的方法论，选择了汽车网站赛道进行创业。该方法论为：1) 方向上，需要找到市场空间大且增长较快、竞争较为缓和、公司具有竞争禀赋的方向；2) 时机上，不能选择市场平缓或下滑的阶段进入。同时，为了给消费者提供较好的产品体验，李想给员工提出以下要求：1) 去 4S 店拍摄汽车的真实照片，而不能像彼时的其他汽车网站都用官方图片；2) 在用户经常访问的时间段提高更新频率；3) 参加汽车厂商试驾会后必须当天更新，并且所有的图片、文字均需要原创。最终，李想通过“以技术为导向”到“以用户为导向”的进化，在 2006 年底带领汽车之家成为汽车垂直网站流量的第一名。

理想汽车时期，李想最大的改变是将组织与流程建设放在核心地位。过往的创业经历让李想意识到，好的产品离不开好的组织团队。因此创立理想汽车开始，李想就很注重团队的选择和培养，并逐步摸索出组织建设的方法论：①统一工具，让团队看待问题的方式保持一致，保证团队基本能协作：比如统一目标管理工具 OKR、产品开发流程工具 IPD；②嵌入流程并严格执行，从而真正让团队依靠工具，在能力和效率上获得提升：理想汽车团队所有工作的起点都是产品体验管理（PEA）流程。③优化培训体系，进一步激发团队的成长意愿：采用“高效能人士的七个习惯”培训体系，并通过激励和考核保证习惯在工作中的落地。而在流程建设方面：理想 L9 上市时，理想 ONE 销量迅速下滑，部分原因是公司没有提前准备老产品退市的方案，即流程存在较大的漏洞。因此，公司开始全面向华为学习各项业务的流程，并形成了如下经验：①首先，所有流程都必须从用户价值角度、而非员工视角梳理。②通过把最佳实践标准化，从而将各项流程（比如 IPMS、IPD 等）建设好，并且在流程的每个节点中规划出实现用户价值的具体方法。③做好流程间的对齐和互锁，并由专门的 PDT 团队来做各个流程间的对齐和拉通。

图表 1：三次 to C 创业让李想对创业方向及时机选择、用户需求把握、组织流程建设更为成熟

	泡泡网	汽车之家	理想汽车
定位	IT 测评网站	汽车门户网站	车企
成立时间	2000 年	2005 年	2015 年
创业方向选择	市场空间	/	二胎政策等助力下，家庭用车赛道未来或是高速增长的市场
	市场竞争	泡泡网成立前，已有太平洋电脑和中关村在线等较强竞争对手，竞争较激烈	汽车网站的竞争对手比 IT 网站弱很多
	公司资源禀赋	1、基于李想此前的显卡测评网站而来 2、李想对计算机较熟悉，且曾多次撰写电脑硬件相关稿件	1、汽车是标准化产品（与 IT 产品相似）且品类相对简单，公司人员数量及管理能够满足需求 2、此前有做 IT 网站的经验
创业时机选择	成立时处于中国家用电脑普及期，市场需求较大；但待行业进入平稳期后（2003 年后），公司才有相对多的资金和经验去争第一	汽车市场处于从卖方市场向买方市场转换的时期：2005 年乘用车销量 397 万辆，2009 年便达 1033 万辆	1、国家鼓励新能源汽车发展：如提供购车补贴等 2、电池密度提升（达到 250 瓦时/公斤以上）、全铝车身供应链逐步完善
用户需求把握	过分关注硬件技术及竞争，没有抓住大多数消费者关心的体验，并且忽略了用户交易的需求	以消费者、市场为导向：拍摄真实汽车照片、在用户经常访问的时间提高更新频率等	除了关注用户价值，还力求超越用户需求：通过六座、增程、四屏交互等提供超越用户需求的产品体验
企业文化	无	提炼了企业文化： 1、消费者的利益放在第一位 2、做正确的事，不做容易的事 3、先做好 60 分，再去 100 分	提炼了企业文化： 1、始终把用户价值放在第一位 2、做正确的事，不做容易的事 3、用协作的方式解决所有问题
组织流程建设	整体小作坊式管理，未形成体系化架构	初步建设了商业化体系：成立独立的销售团队，以提升广告销售额	组织、流程建设更完善：逐步建立 IPD 流程、矩阵式组织等
最终成果	行业第三	行业第一	2024~2025H1 20~50 万元增程+插混 SUV 行业第一
表现优异之处	1、李想对硬件技术较了解	1、创业方向及时机把握较准确 2、 以消费者为中心	1、创业方向及时机把握较准确 2、以消费者为中心 3、 组织流程建设较为完善
仍需改进之处	1、创业时机把握不准 2、过于关注技术以及与友商的竞争、而非用户本身 3、管理及组织建设混乱等	1、组织流程建设并不完善 2、李想在控股权的把握上缺乏经验	/

资料来源：界面新闻，亿欧网，得到 APP，腾讯科技，创业家，第一电动汽车网，中国政府网，理想汽车官方微信公众号，交强险数据，Wind 等，华源证券研究所

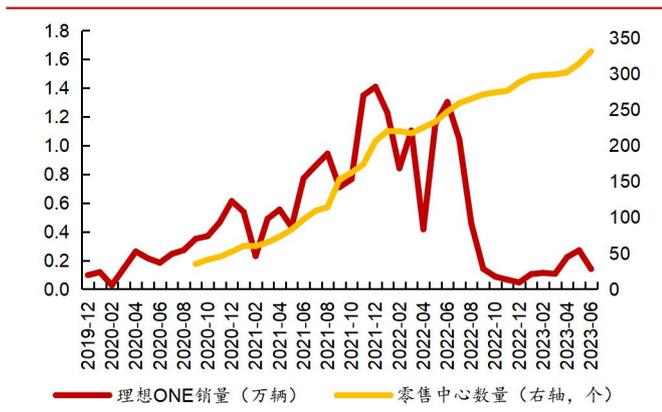
2. 历史上成功与失败的经历，都将转化为 i 系列成功的基石

2.1. 理想 ONE 成功的原因：精准的产品定位+超越用户需求的产品体验

基于精准的家庭用户产品定位以及超越用户需求的产品体验，理想 ONE 销量在 2022 年达到增程市场份额第一，市占率接近 40%。汽车之家的经历让李想对汽车有了更为深刻的了解，也正因如此，理想才能找出以价格和人生阶段作为汽车市场细分的新方法，并切入专门服务家庭用户的 SUV 蓝海市场。同时，李想是家庭用车及新能源汽车的用户，因而对家庭用户的需求有着更为深刻的认知。在此基础上，理想 ONE 通过六座大空间、增程技术、四屏交互等方案，提供了超越用户需求的产品体验：1) 主推六座版本以解决市场上三排七座 SUV 存在的上下车不方便、空间狭小的问题；2) 推出大电池增程技术解决家庭用户的里程焦虑，并通过对外供电功能提升家庭用户的露营体验；3) 不同于市场上流行的双联屏和中控竖置大

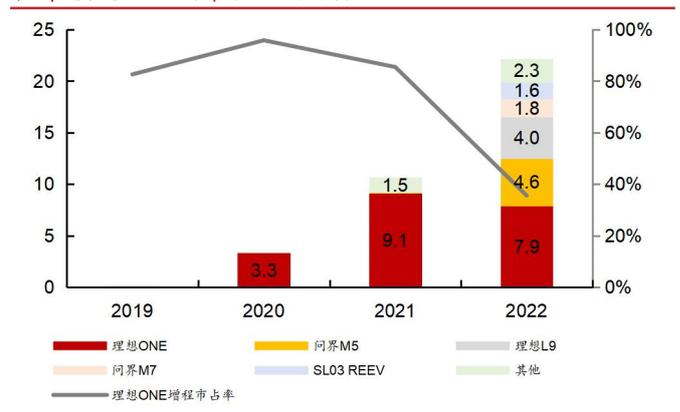
屏，推出四屏交互方案满足副驾驶、甚至后排乘客的娱乐需求。基于以上几点，理想 ONE 在空间、智能座舱、座椅舒适性等多方面领先同级别竞品，但彼时受制于渠道建立不全等其他因素导致首发车型在交付后首个完整年的月销尚未破万(2020年峰值月销为6126辆)。2021年5月，理想 ONE 改款发布，在三电系统+辅助驾驶功能升级的同时，渠道不再成为掣肘。公司销售门店数量由2020年底的52家大幅提升至改款发布前的73家，截至2021年底公司门店达到206家。在强产品力和快速扩张的渠道双重加持下，2021年12月理想 ONE 单月销量突破1.4万辆，达到该车型全生命周期内最高单月月销，至此公司完成以一款爆款成为新势力销冠的成就。

图表 2：理想 ONE 月销最高突破 1.4 万辆



资料来源：Marklines，理想汽车官方微信公众号，华源证券研究所

图表 3：理想 ONE 2022 年达到增程市场份额第一，市占率接近 40% (单位：万辆)



资料来源：交强险数据，华源证券研究所

2.2. L 系列成功的原因：以用户需求深挖锚定价值，凭组织效能精进兑现交付

如果说理想 ONE 的成功是产品定义的大获全胜，而 L 系列的成功则是产品定义、供应链、营销等多方面共同赋能的结果，公司的体系化输出能力亦在此过程中得到完善。

(1) 产品层面：L 系列在理想 ONE 基础上进一步深挖用户需求，引领性地推出了彩电、冰箱、大沙发等功能，并以此实现优质供给创造需求。

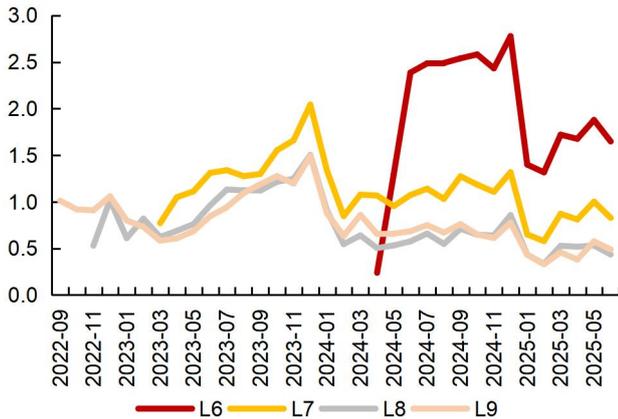
(2) 组织架构层面：为了更好地适应从“依赖单一爆品”到“平台化造车”的角色转变，公司在 2021-2022 年开始全面学习华为的管理体系，战略性引入华为的 IPD 流程、升级为矩阵型组织，围绕每个车型建立产品研发团队 (PDT) 等。并以此来解决各个团队及部门之间协同不及时的问题 (例如此前终端客户的需求并不能快速反馈至研发 & 供应团队)。

(3) 供应链层面：理想贯彻“直营+日级管控”的模式，实时监控每辆车的库存天数。相较于传统的经销模式，更精细化的库存管理模式也使得其具备更高的渠道库存效率。2023 年 12 月公司销量破 5 万辆时，全渠道库存峰值仅 1 万余台，库存系数低至 0.2-0.3 (传统豪华品牌通常为 1.0-2.0)。

(4) 营销方面：理想自 2023 年 3 月开始首次推出周销量榜单，固定在每周二发布前一一周的销量数据，涵盖新势力品牌及行业整体表现。同时，理想将销量榜单陈列至每家门店门口，由此在其产品的强势周期内进一步强化用户对于品牌市场表现的认知。

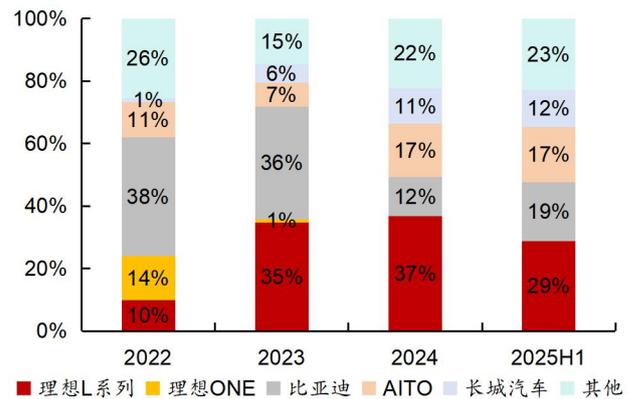
可以看到，基于以上多方面的能力建设，理想 L 系列车型自 2024 年以来份额持续处于细分市场领先地位。2024/2025H1 理想 L 系列车型在 20~50 万元增程+插混市场中的份额分别为 37%/29%，保持细分领域的市占率第一。

图表 4：理想 L6、L7 月销最高破 2 万辆，L8、L9 月销最高破 1 万辆（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 5：2024~2025H1 理想 L 系列在 20~50 万元（为实际成交价）增程+插混市场中的份额保持第一



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（比亚迪销量含比亚迪+腾势+方程豹品牌销量，长城汽车销量含魏牌+坦克销量）

2.3. L 系列在竞争加剧中承压有限的原因：品牌力已开始成为护城河

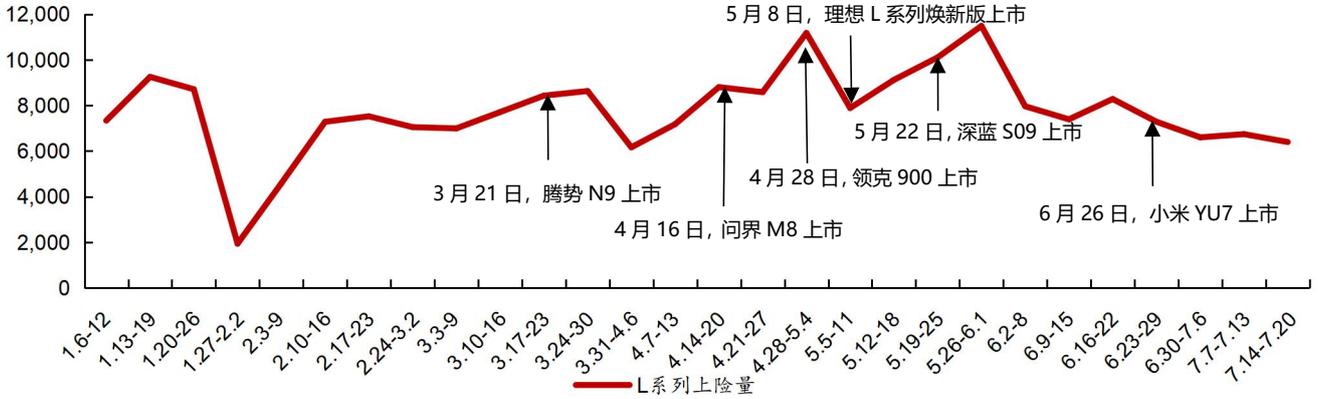
2025 年 L 系列竞品车型较多、行业整体呈现存量竞争，但我们预计对公司销量有所扰动的主要是问界、小米两家超强品牌力企业。2025 年以来多家主机厂加速布局 20 万以上混动 SUV 领域，且推出的车型普遍具备较强的产品力及具备竞争力的定价。具体分车型来看：

(1) 对于 25 万以上价格带、三排六座新能源 SUV 而言，主要以存量竞争为主。我们测算 2023、2024 年 25 万元以上（实际成交价，下同）的三排 SUV 总上险量较为稳定、约 76~77 万辆/年；并且油车替代空间有限，2024 年该价格带三排 SUV 中，汽油+HEV 销量仅为 33.9 万辆，且新能源渗透率已达到 56%。因此，在该价格带为纯粹的存量竞争。2025 年（计划）推出的增程/插混六座新车，主要包括问界 M8、领克 900、腾势 N9、极氪 9X 等，综合考虑产品力及品牌力，我们预计竞品中问界 M8 对理想 L 系列的冲击最大。根据杰兰路数据统计，问界 M8 首批车主购车过程中，理想 L9、L8 为其对比最多的车型，对比频率分别为 22%、19%，其他车型虽尺寸和价格带相近、但并不在主要对比序列。

(2) 类似的，对于 20~40 万价格带、二排五座新能源 SUV 而言，新能源渗透率也已达 65%，仍然以存量竞争为主。2024 年 20~40 万元二排 SUV 上险总量为 259 万辆，较 2023 年增长 27.1 万辆，但新能源渗透率已经达到 65%，即主要仍为存量竞争。2025 年该价格带（计划）推出的新能源五座新车，主要包括极氪 8X（PHEV）、小米 YU7（EV）等，最终我

们看到竞品中仅小米 YU7 对理想 L 系列的冲击最大：6 月 26 日小米 YU7 上市后，L6 当周上险量下滑至 3.5 万辆，此前 3 月/4 月/5 月/6 月前四周的周度平均上险分别为 3.8/4.1/4.4/3.8 万辆。

图表 6：我们预计华为、小米对理想汽车销量的扰动较大（单位：辆）



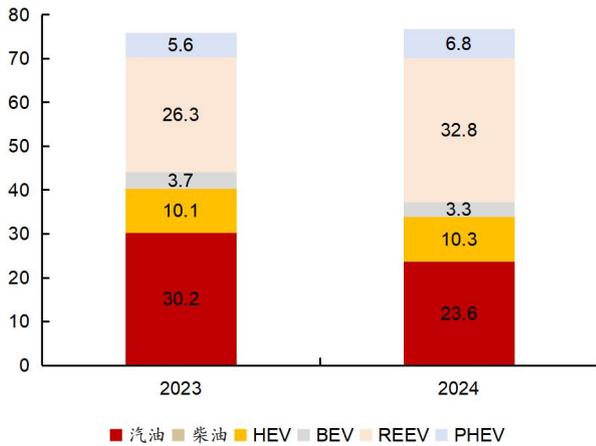
资料来源：交强险数据，各公司官方微信公众号，华源证券研究所

图表 7：理想 L 系列 2025 年竞品较多，其中问界 M8、小米 YU7 产生的冲击预计较大

车企	车型	动力	级别	座位	上市时间	价格/万元	对标的理想产品	车型亮点	订单/销量
比亚迪	腾势 N9	PHEV	大型 SUV	6	3 月	38.98-44.98	L9	1、搭载易三方（三电机独立驱动、后轮双电机独立转向），性能与操控较好； 2、搭载云辇-A（双腔空气悬架），驾乘舒适性较好； 3、同时拥有一二排大床、二三排大床及行李箱拓展大床，行业首创座垫抬升功能。	3 月/4 月/5 月/6 月上险分别为 0.2/0.4/0.3/0.3 万辆
长安	深蓝 S09	EREV	大型 SUV	6	5 月	23.99-30.99	价格与 L6（24.98/27.98 万元）相近，而尺寸与 L9（40.98/43.98 万元）相近	除高性价比外，亮点在于鸿蒙座舱+华为智驾（后驱 Ultra+（27.99 万元）、四驱 Ultra+高定版（30.99 万元）支持城市 NOA）、智能移动中岛及中排可横滑双零重力座椅。	5 月/6 月上险分别为 0.2/0.3 万辆
吉利	极氪 9X	PHEV	大型 SUV	6	Q3	/	预计 L9	1、搭载超级电混技术（使用 900V，CLTC 纯电续航里程最高 380km） 2、搭载千里浩瀚 H9，拥有 L3 级智能辅助驾驶能力	/
	极氪 8X	PHEV	中大型 SUV	5	Q4	/	预计 L7	搭载超级电混技术（搭载 50-80 度电池，使用 900V）	/
	领克 900	PHEV	大型 SUV	6	4 月	30.99-41.69	L9、L8	1、售价与理想 L8 接近，而尺寸与理想 L9 接近； 2、特色配置较多（第二排座椅 180° 向后旋转、天地门、后排 30 英寸屏幕等），且 2.0T 版本搭载 Thor 芯片。	上市 1h 大定破 1 万辆，目前已破 3 万辆 5 月/6 月上险分别为 0.5/0.5 万辆
赛力斯	问界 M8	EREV	大型 SUV	5/6	4 月	35.98-44.98	L9、L8	1、轴距与理想 L9 一致，主销价格（预计为指导价 39.98 万元）低于理想 L9（指导价 40.98/43.98 万元）； 2、华为智驾、零重力座椅等。	大定已突破 8 万辆 5 月/6 月上险分别为 1.2/2.1 万辆
小鹏	或 G01	EREV	或大型 SUV	/	或 H2	/	预计 L8	/	/
小米	YU7	EV	中大型 SUV	5	6 月	25.35-32.99	L6/6	造型亮眼、全系拥有超长续航里程、配备天幕及前排双零重力座椅、标配 Thor 芯片及激光雷达等	3min 大定 20 万辆，1h 大定 28.9 万辆，18h 锁单 24 万辆

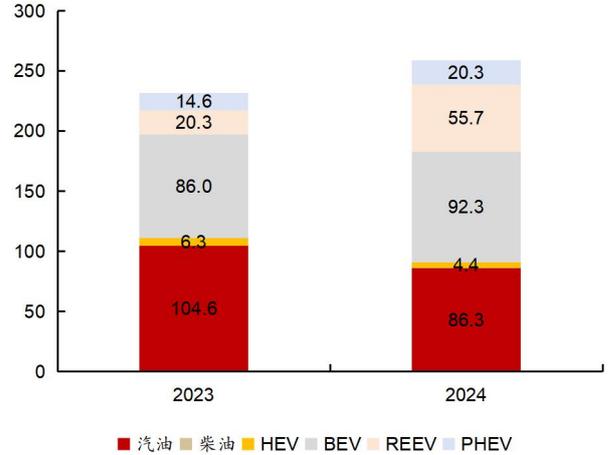
资料来源：汽车之家，各公司官方微信公众号，各公司官方微博，各公司官方 APP，各公司公告，36 氪汽车，交强险数据等，华源证券研究所

图表 8：2023、2024 年 25 万元+三排 SUV 上险总量较稳定（单位：万辆）



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（为实际成交价≥25 万元的车款上险量）

图表 9：2024 年 20-40 万元二排 SUV 上险量较 2023 年增长 27 万辆，但新能源渗透率已达 65%（单位：万辆）



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（为实际成交价在 20~40 万元间的车款上险量）

通过上文分析我们可以看到，从结果上而言虽然理想 L 系列 2025 年竞品较多，但实际造成扰动的或仅为具备超强品牌力的问界和小米。这背后不仅反映的是过去的成功为公司建立的品牌基础和口碑效应，同时 L 系列在 5 月的智驾焕新也做出不小贡献。复盘 Model 3、Model Y 竞品销量，我们发现产品力决定销量下限，而品牌力则决定销量的上限与持续性。特斯拉 Model 3 及 Model Y 自上市以来改款力度一直较小（焕新版也只是在屏幕尺寸、座舱舒适性、智驾芯片等方面略有变化），并且其实际成交价格竞品中处于较高水平。但由于特斯拉具备较强的品牌力以及其会通过终端价格的调整来应对市场竞争，因此我们看到 Model 3 的上险量自 2020 年上市以来，始终维持在月均 1 万辆以上；Model Y 2022 年~2025H1 月均上险量则维持在 2.5 万辆以上的水平。除小米外，其余多数特斯拉竞品如智界 R7、乐道 L60、极氪 7X、小鹏 G6、极氪 007 等销量衰减速度普遍较快，基本上市半年后销量就有明显下滑。类似特斯拉的逻辑，我们认为后续有望在理想的身上得到复刻。

图表 10：Model 3 上市以来月均上险量稳定在 1 万辆+，Model Y 2022~2025H1 月均上险量维持在 2.5+万辆

年份	Model 3 月均上险/万辆	Model Y 月均上险/万辆	备注
2020	1.2	0.0	
2021	1.3	1.4	2021年7月推出Model Y后轮驱动版，起售价27.6万元，明显低于此前版本30万元以上的价格
2022	1.0	2.6	
2023	1.2	3.8	2023年1月Model 3降价2~3.6万元；Model Y降价2.9~4.8万元
2024	1.5	4.0	
2025H1	1.5	2.9	

资料来源：交强险数据，特斯拉官方微博，华源证券研究所

图表 11：特斯拉 Model 3 上市以来改款力度较小

车款	Model 3 标准续航后轮驱动版		
	2019→2020→2021 →2022款	2023款	2025款
车身长度	无变化	4694→4720mm	无变化
电池能量	52→60kWh	无变化	60→62.5kWh
辅助驾驶芯片	无变化	144→720tops	无变化
中控屏幕尺寸	无变化	15→15.4英寸	无变化
后排液晶屏幕	无变化	新增，8英寸	无变化
前排座椅功能	无变化	加热→加热、通风	无变化
第二排座椅功能	无→加热	无变化	无变化
后排双层隔音玻璃	无变化	新增	无变化
灯光特色功能	无变化	新增矩阵式灯光	无变化
车内环境氛围灯	无变化	新增	无变化
热泵空调	新增	无变化	无变化

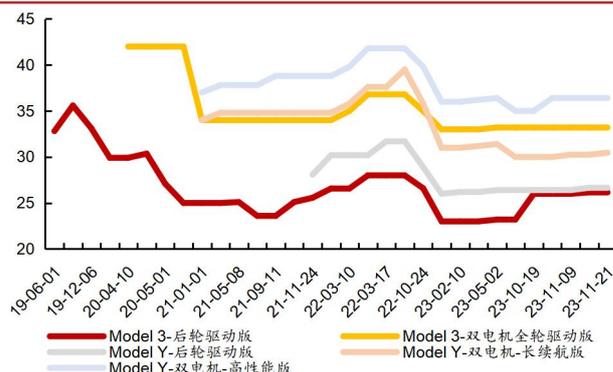
资料来源：汽车之家，华源证券研究所

图表 12: 特斯拉 Model Y 上市以来改款力度较小

车款	Model Y 后轮驱动版		
	2021→2022→2023款	2024款	2025款
车身长度	无变化	无变化	4750→4797mm
电池能量	无变化	无变化	60→62.5kWh
辅助驾驶芯片	无变化	144→720tops	无变化
中控屏幕尺寸	无变化	无变化	15→15.4英寸
后排液晶屏幕	无变化	无变化	新增, 8英寸
前排座椅功能	无变化	无变化	加热→加热、通风
第二排座椅电动调节	无变化	无变化	新增
后排座椅电动放倒	无变化	无变化	新增
后排双层隔音玻璃	无变化	新增	无变化
灯光特色功能	无变化	无变化	新增矩阵式灯光
热泵空调	新增	无变化	无变化

资料来源: 汽车之家, 华源证券研究所

图表 13: 特斯拉依据市场情况调节价格 (单位: 万元)



资料来源: 无敌汽车网, 华源证券研究所

图表 14: 特斯拉实际成交均价在竞品中处于较高水平 (单位: 万元)

SUV车型	2024.12终端成交均价	轿车车型	2024.12终端成交均价
智界R7 EV	30.0	极氪001	28.3
小鹏G9	25.3	智界S7	25.8
Model Y	24.5	小米SU7	24.7
极氪7X	24.3	Model 3	24.0
智己LS6	23.3	极氪007	23.2
乐道L60	21.6	小鹏P7	21.0
小鹏G6	18.5	小鹏P7+	19.1

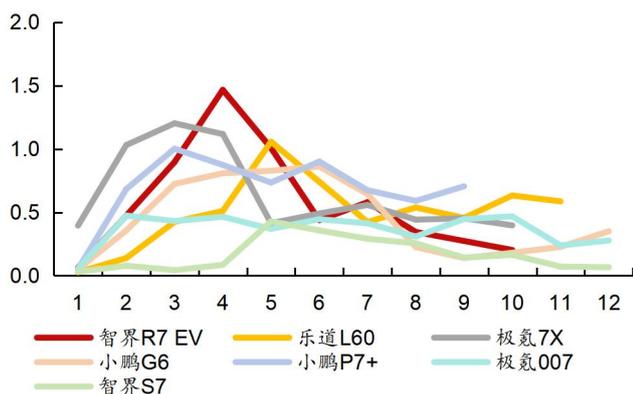
资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所

图表 15: 以 Model Y 为例, 特斯拉较多配置低于竞品

	Model Y	智界R7 EV	小鹏G9	极氪7X	智己LS6	乐道L60	小鹏G6
轴距/mm	2890	2950	2998	2925	2960	2950	2890
语音分区域识别	无	四区域	四区域	四区域	四区域	四区域	四区域
前排座椅功能	加热、通风	最低配加热通风, 其余还含按摩、头枕扬声器	加热通风按摩、头枕扬声器	加热通风按摩、头枕扬声器	加热通风按摩	加热通风按摩	加热通风+头枕扬声器: 中高配有按摩
第二排座椅功能	加热	除最低配, 加热通风按摩	加热通风按摩	加热	无	加热	无/加热
零重力座椅	无	除最低配外标配	无	无	副驾驶	无	无

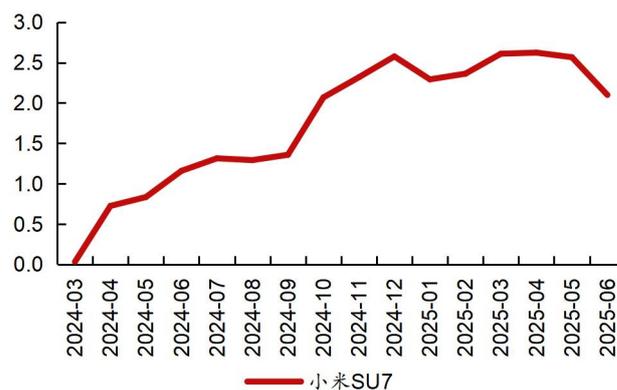
资料来源: 汽车之家, 华源证券研究所

图表 16: 特斯拉竞品销量衰减速度较快 (单位: 万辆)



资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所 (横坐标轴数据代表上市后的第“n”个月, 纵坐标轴数据代表车型上销量)

图表 17: 小米 SU7 上险量表现优异 (单位: 万辆)



资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所

同时, 5月8日上市的L系智驾焕新版在配置变动方面也设置了更多的巧思。面对竞争最大的问界M8(L9直接竞品)和小米YU7(L6直接竞品), 公司分别针对性的做出应对策略: 即在焕新版上市时, L9除基础智驾硬件升级外, 额外增配双腔双阀魔毯空气悬架、MEGA Home同款18点热石揉捏按摩及流媒体后视镜、还提升了后舱娱乐屏尺寸。而在小米YU7

上市后，7月公司及时调整政策，将L6的三年免息优惠升级为五年免息优惠。**综合以上来看，我们认为在正确的销售策略调整和品牌力护城河下，公司L系列总量有望在2025年弱产品周期下保持稳定，为后续纯电系列上市和2026年大改款奠定销量基础。**

图表 18：理想 L 系列焕新版配置增加幅度较大，并且 L9 升级最多

	理想 L6 焕新	理想 L7、L8 焕新	理想 L9 焕新
定价	24.98/27.98 万元。 定价不变	L7: 30.18-35.98 万元, L8: 32.18-37.98 万元 定价不变	40.98/43.98 万元 定价不变
首销期 终端政策	(1) 3年0息方案(价值1.57W) (2) 特别版颜色选装基金1W (3) Pro限时赠送冰箱、Max限时赠送全新造型21英寸轮毂(价值1W) (4) 定金5k抵1W =总价值40,700元	(1) 3年0息方案(L7价值1.95W、L8价值2.1W) (2) 定金5k抵1W (3) 价值3699元7kW交流充电桩及安装服务/3W理想积分 (4) 价值1W特别版颜色选装基金 (5) 价值8k21英寸轮毂/电动踏板配置选装基金 =总价值L7 46,199元/L8 47,699元	(1) 3年0息方案(价值2.32W) 定金5k抵1.5W (2) 价值3699元7kW家用充电桩/3W理想积分 (3) 价值1W特别版颜色选装基金 =总价值46,899元
变化	(1) 外观内饰焕新 : 全新专属色天青色; 全新黑棕双色内饰; 全新20/21英寸轮毂造型。 (2) 高级辅助驾驶升级 : Pro带上激光雷达, 升级J6M芯片; Max升级Thor芯片, 今年将升级VLA司机大模型。 (3) 理想同学 : 具备agent能力, 第一次打通车内和车外任务, #可在车上点餐、订座、买票; 开放形象自定义; 拥有家庭账号记忆能力。	(1) 高级辅助驾驶升级, VLA大模型下半年上车。 (2) 标配双腔魔毯空气悬架。 (3) Max升级52.3kWh大电池。 (4) 全新外观内饰配色+全新轮毂造型。	(1) 高级辅助驾驶升级。 (2) 标配双腔双阀魔毯空气悬架。 (3) 升级Mega Home同款18点热石揉捏按摩。 (4) 升级21.4英寸后舱娱乐屏(此前15.7英寸)。 (5) 升级800万像素流媒体内后视镜。 (6) 金色装饰套装。

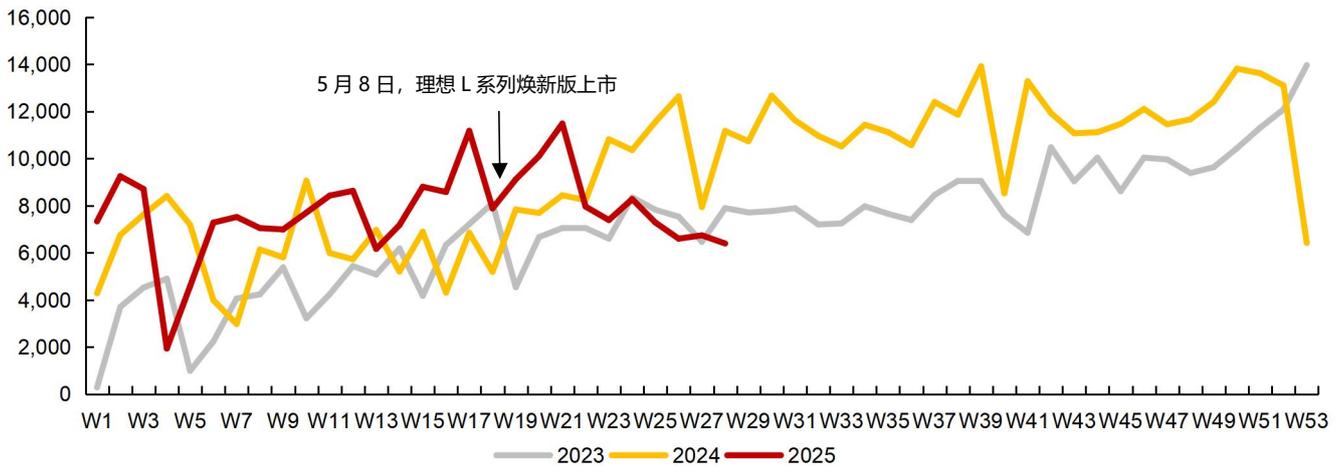
资料来源：理想汽车官方微信公众号，理想汽车官方Bilibili账号，华源证券研究所

图表 19：理想 L 系列焕新版首销期终端优惠较老款略有收回，但并未太多

车型	指导价/万元	款式	现金优惠	展车优惠	全款/贷款优惠	置换/新购补贴	沪大牌优惠	现金+展车优惠	现金+展车优惠 新款差款	最高现金优惠(按全 款、置换测算)
L6	24.98/27.98	老款	现金优惠1W	展车优惠6k(车价的约3%)	二选一：全款优惠6k/贷款3年免息	二选一：1.9W置换补贴(1.5W国补+可叠加4k地补)/新购补贴4k(30W以下)	如果有沪大牌再优惠5k	1.6W	1.1W	4.6W
		焕新版	现金优惠5k	目前尚无展车销售				5k		3.5W
L7	30.18-35.98	老款	现金优惠1.2W	展车优惠9k/1W(车价的约3%)	二选一：全款优惠8k/贷款3年免息	二选一：1.9W置换补贴(1.5W国补+可叠加4k地补)/新购补贴4或6k(30W以下4k、30W以上6k)	如果有沪大牌再优惠1W	2.1-2.2W	1.6-1.7W	5.9W
		焕新版	现金优惠5k	目前尚无展车销售				5k		4.2W
L8	32.18-37.98	老款	现金优惠1.2W	展车优惠1W(车价的约3%)	二选一：全款优惠8k/贷款3年免息	二选一：1.9W置换补贴(1.5W国补+可叠加4k地补)/新购补贴4或6k(30W以下4k、30W以上6k)	如果有沪大牌再优惠1W	2.2W	1.7W	5.9W
		焕新版	现金优惠5k	目前尚无展车销售				5k		4.2W
L9	40.98/43.98	老款	现金优惠1.6W	展车优惠1.3W(车价的约3%)	二选一：全款优惠1W/贷款3年免息	二选一：1.9W置换补贴(1.5W国补+可叠加4k地补)/新购补贴6k(30W以上)	如果有沪大牌再优惠1W	2.9W	1.9W	6.8W
		焕新版	现金优惠1W	目前尚无展车销售				1W		4.9W

资料来源：理想汽车官方微信公众号，门店调研，华源证券研究所（注：1、数据来自上海地区部分门店调研（仅代表部分门店数据，不同门店情况可能有所不同）；2、置换/新购的地补不同城市有差异；3、不同地区的展车优惠可能也有差异；4、其余优惠政策也可能存在地区差异；5、并未列出选装基金等权益，也未考虑新老款的配置差异；6、焕新版优惠均为首销期优惠）

图表 20：公司根据市场竞争态势提升产品价值，理想 L 系列焕新版上险量较年初有所回升（单位：辆）



资料来源：交强险数据，华源证券研究所

2.4. MEGA 二战成功的原因：价值升级

2.4.1. MEGA 首战失利：核心团队投入减少导致市场误判

MEGA 于 2024 年 3 月上市，上市时定价 55.98 万元。此前理想目标 MEGA 将不分能源形式、不分车身形式，成为 50 万以上所有乘用车的销量第一，但 2024 年月均销量仅为 1.1 千辆。我们认为 MEGA 失利的原因或在于：1) 误判了市场空间、2) 产品配置不足、3) 销售策略有误、4) 超充基建不足。而这背后深刻的组织原因或在于核心产品团队在 MEGA 上的投入精力变少。据晚点 Auto 公众号，L9 推出后对公司的运营能力带来了较大的挑战，因此公司将较重要的产品人才调去提升运营能力。我们认为这导致过去在一线作战、敢和李想博弈的业务一号位，比如刘杰、张骁、汤靖，都把更多精力放在了建设流程和体系中，从而使得产品设计出现问题时，主力负责产品的员工（尤其新员工/级别没有那么高的员工）可能更多以李想满意而非以用户满意为目标。该问题没有在 2023 年马上反映出来，因为 L 系列产品还能享受平台红利，且 L8、L7、L6 需要在 L9 上做减法的决策早在 2021 年就已确定。但 MEGA 是纯电平台的第一款车，没有平台红利及经验参考。以上多重因素最终导致了 MEGA 首战的失败。展开来看：

1、MEGA 具备较长的轴距及车长使其注定只能定位于 MPV 市场，但公司此前预期 MEGA 将不分能源形式、不分车身形式，成为 50 万以上所有乘用车的销量第一。MEGA 车长为 5.35 米，主要通过短前悬（0.9 米）实现了较长的轴距（3.3 米）以及较大的车内空间。为更好地将 MEGA 的长度与其他车型对比，我们首先筛选了 2024 年 50 万元（TP 价格）以上且年度上险量超过 1 万辆的车型，发现除奔驰 S 级部分配置及宝马 7 系外，未有车长 ≥ 5.3 米的车型。同时，除奔驰 S 级部分配置外，也未有轴距 ≥ 3.3 米的车型。MEGA 的长度及轴距亦明显大于埃尔法、世纪等 MPV，且 MEGA 轴距占车长的比例达 62%（埃尔法、世纪均仅为 60%）。进一步，我们在 2024 年所有价格带中，筛选了车长 ≥ 5.3 米的车型，尽管威霆、宝马 7 系、奔驰 S 级（部分配置）等多款车型的车长大于 MEGA，但轴距大于 MEGA 的车型较少。2024 年，车长 ≥ 5.3 米，且轴距 ≥ 3.3 米的车型数量预计不到 10 个。

图表 21：50 万元以上车型中，理想 MEGA 车长、轴距均较大（单位：mm）

车型	级别	长	宽	高	轴距	前悬	后悬	轴距占车长比例	前悬占车长比例	后悬占车长比例	燃料种类	TP 价格段	2024 年上险量/万辆
问界 M9	大型 SUV	5230	1999	1800	3110	985	1135	59%	19%	22%	EREV/EV	50-55 万	15.1
X5L	中大型 SUV	5060	2004	1776	3105	883	1072	61%	17%	21%	汽油	55-65 万	8.8
GLE 级	中大型 SUV	4927	2018	1797	2995	/	/	61%	/	/	汽油	65-75 万	4.3
S 级	大型车	5290	1921	1503	3216	/	/	61%	/	/	汽油	100 万+	2.9
		5470	1921	1510	3396	/	/	62%	/	/			
揽胜	中大型 SUV	5052	2047	1870	2997	/	/	59%	/	/	汽油/柴油	100 万+	2.1
卡宴	中大型 SUV	4930	1983	1648	2895	/	/	59%	/	/	汽油	80-95 万	2.0
卫士	中大型 SUV	4583	2008	1967	2587	/	/	56%	/	/	汽油/柴油	75-90 万	1.8
埃尔法双擎	中大型 MPV	5005	1850	1950	3000	/	/	60%	/	/	油电混合	100 万+	1.7
Panamera	大型车	5052	1937	1415	2905	/	/	58%	/	/	汽油	95 万+	0.8
		5052	1937	1423	2950	/	/	58%	/	/		90-100 万	0.7
GLS 级	大型 SUV	5210	2030	1823	3135	/	/	60%	/	/	汽油/柴油	100 万+	1.5
Q7	中大型 SUV	5067	1970	1712	2996	/	/	59%	/	/	汽油	50-60 万	1.5
		5077	1970	1714	2999	/	/	59%	/	/			
理想 MEGA	大型 MPV	5350	1965	1850	3300	900	1150	62%	17%	21%	纯电动	50-60 万	1.1
世纪	中大型 MPV	5230	1980	1864	3130	980	1120	60%	19%	21%	汽油	50-55 万	1.1
7 系	大型车	5391	1950	1548	3215	/	/	60%	/	/	汽油	80-95 万	1.0

资料来源：汽车之家，工信部，交强险数据，华源证券研究所（注：上险量为 TP 价格在 50 万元以上的车款上险量）

图表 22：2024 年，除 MEGA 外，较少车长 $\geq 5300\text{mm}$ 、轴距 $\geq 3300\text{mm}$ 且销量较高的家用 MPV 推出

	2024 年车长 $\geq 5300\text{mm}$ 的车型					2024 年车长 $\geq 5300\text{mm}$ 且轴距 $\geq 3300\text{mm}$ 的车型					
	2024 上险量/万辆	长 /mm	宽 /mm	高 /mm	轴距 /mm		2024 上险量 /万辆	长 /mm	宽 /mm	高 /mm	轴距 /mm
梦想家 PHEV/EV	4.7	5315	1985	1800	3200	威霆	1.2	5370	1928	1880	3430
威然	1.3	5346	1976	1781	3180	理想 MEGA	1.2	5350	1965	1850	3300
威霆	1.2	5370	1928	1880	3430	S 级	0.9	5470	1921	1510	3396
理想 MEGA	1.2	5350	1965	1850	3300	其他	0.1				
7 系	1.0	5391	1950	1548	3215	合计	3.4				
A8L	0.9	5320	1945	1486	3128						
S 级	0.9	5470	1921	1510	3396						
U8	0.7	5319/5325	2050/2095	1930/1940	3050						
其他	0.6										
合计	12.5										

资料来源：交强险数据，汽车之家，华源证券研究所

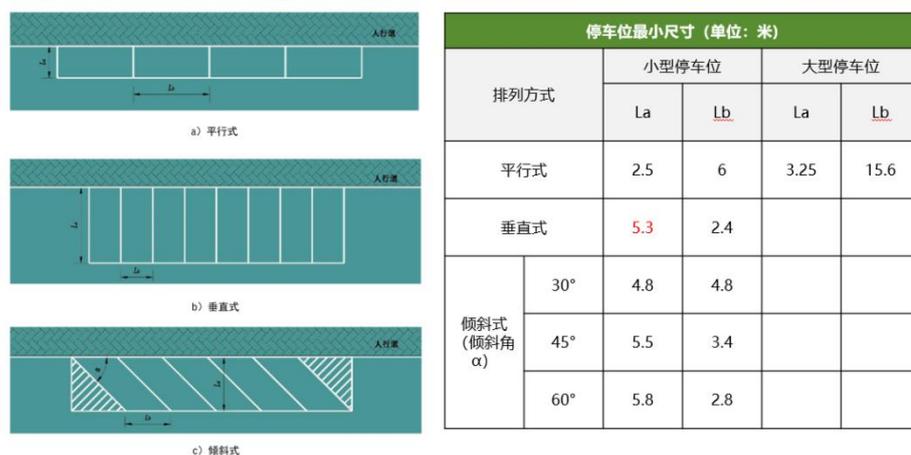
较长的轴距及轴距占比提升了掉头、停车时的困难程度，较长的车长也增加了剐蹭风险。

1) 理想 MEGA 较长的轴距使得其转弯半径提升（转弯半径高于主流车型的 5~6 米水平），车辆转弯时需要更大的空间，因而在窄路掉头或停车场挪车时可能较难一次性完成掉头/转弯动作，而是需要重复前进、倒车，增加了驾驶的困难性。虽然理想 MEGA 的自动泊车功能部分缓解了大 MPV 停车难的问题，但若垂直型车位前的道路宽度有限，自动泊车功能有时并不会像人一样极限地利用空间，因此会面临泊车失败的风险。2) 较长的车长也增加了理想 MEGA 泊车时的剐蹭风险。对于城市道路内的垂直停车位而言，最小尺寸要求为 5.3 米 \times 2.4 米，而理想 MEGA 车长为 5.35 米，也即泊车时，MEGA 车头或车尾可能突出，从而更容易被剐蹭。因此，车身过长带来的驾驶不便问题使得 MEGA 抢夺的普遍是长期 MPV 的使用者。而此前公司预期 MEGA 可以在 50 万以上所有的乘用车中抢份额。但事实上在产品推出后，由于以上原因，难以满足轿车、SUV 用户对驾驶操控性的需求。而反观 2021~2024 年 50 万以上 MPV 的年销量仅约 3.5~6 万辆，公司错误地判断了市场空间。

图表 23: 理想 MEGA 转弯半径较大

车型	级别	车长 (mm)	轴距 (mm)	最小转弯半径 (m)	主动转向系统
极氪 Mix	中型 MPV	4688	3008	4.95	×
奥迪 Q5 e-tron	中大型 SUV	4876	2965	5.20	×
MINI Cooper	小型车	3832	2495	5.40	×
小鹏 X9	中大型 MPV	5293	3160	5.40	✓
smart 精灵 # 1	小型 SUV	4270	4750	<5.50	×
ID.Buzz 五座版	/	4712	2988	5.55	×
丰田埃尔法	中大型 MPV	5005	3000	5.90	×
理想 MEGA	大型 MPV	5350	3300	6.35+	×
宝马 X5	中大型 SUV	5060	3105	6.43	×
宝马 X7	大型 SUV	5170	3105	6.50	可选配

资料来源: 小鹏汽车发布会、极氪微博、新出行官方微博、汽车之家等, 华源证券研究所

图表 24: 理想 MEGA 的长度大于城市道路内垂直式停车位长度的最小尺寸要求


资料来源: 《城市道路内停车位设置规范》, 华源证券研究所

图表 25: L9 车长及轴距明显小于 MEGA

车型	理想 MEGA	理想 L9
级别	大型 MPV	大型 SUV
长/mm	5350	5218
宽/mm	1965	1998
高/mm	1850	1800
轴距/mm	3300	3105
前悬/mm	900	965
后悬/mm	1150	1148
轴距占车长比例	62%	60%
前悬占车长比例	17%	18%
后悬占车长比例	21%	22%

资料来源: 汽车之家, 工信部, 华源证券研究所

图表 26: 50 万元以上 MPV 市场空间较小

	50 万元(TP 价格)以上 MPV 上险量 (万辆)			
	2021	2022	2023	2024
埃尔法 双擎	2.4	2.0	2.0	1.7
理想 MEGA				1.1
世纪		0.1	1.8	1.1
极氪 009			1.8	0.4
LM	0.4	0.4	0.3	0.4
V 级	1.6	1.3		0.3
EM90				0.2
埃尔法	0.0	0.1	0.0	
合计	4.5	3.9	5.9	5.1

资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所

2、除了外观争议外, 初代 MEGA 产品配置略有不足, 存在没有电吸门、二排便利性不够等问题, 尤其相较于 L9 缺乏直观的硬件升级。1) 初代 MEGA 较理想 L9 贵 10 万元左右, 然而内饰较难让消费者快速且直观地感受到相较 L9 的明显升级, 且 MEGA 还没有配置 L9 标配的电吸门。例如 MEGA 和 L9 有同样的双联屏、相似的方向盘及副仪表台, 这些配置占

据了用户视觉重心的大部分。而 MEGA 升级的双层仪表台、隐藏在仪表台下方的 HUD、升级的顶棚材质及镀铬等给消费者的感知较不直接。2) 于 MEGA 自身而言，二排乘客便利性上亦存在一定问题，例如 MEGA 二排手边的储物空间有限（只有放手机的无线充电板以及门上的杯架）、二排离后排娱乐屏距离较远也导致控制较不方便等。此外，MEGA 还并未配备后轮转向，因此对尤其新手司机而言，转弯、掉头及停车均较不友好。3) 与问界 M9 等豪华车型对比，MEGA 并没有自动开合车门、场景灯语等功能，后排屏幕尺寸也小于 M9 的投影屏幕。总结来看，MEGA 确实让“房间”的面积变大，但是“房间”内部还是仅提供了一张床，并没有提供太多诸如“衣帽间”等的新功能。

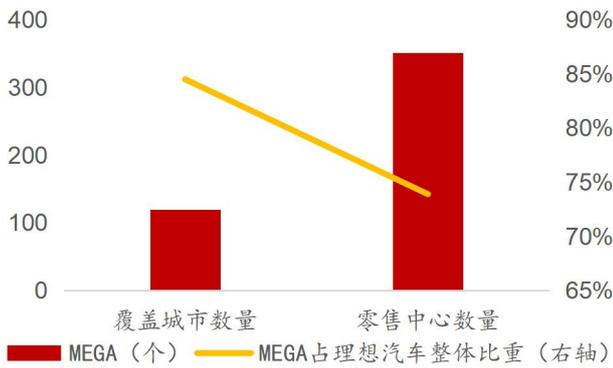
图表 27：理想 MEGA 2024 款并未提供超出用户需求的产品价值

	理想 MEGA 2024 款 Ultra	理想 L9 2024 款	问界 M9 2024 款增程
售价/万元	52.98	40.98/43.98	46.98~54.98
上市时间	2024.03	2024.03	2023.12
内饰			
电动吸合车门	×	全车	全车
自动开合车门	×	×	Ultra 版标配
场景灯语	×	×	标配
后排侧窗遮阳帘	手动	×	×
后排液晶屏幕/投影屏幕尺寸 (英寸)	17	15.7	32 (标配/选配)

资料来源：汽车之家，华源证券研究所

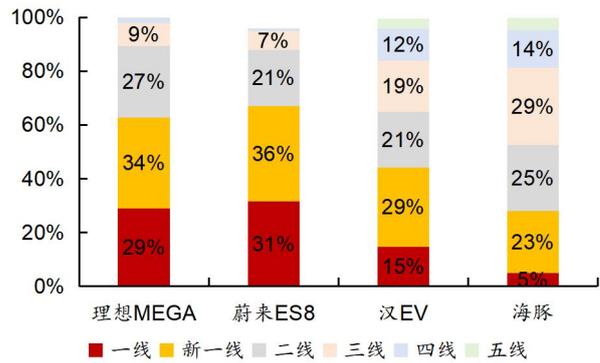
3、销售策略有误，公司当时采取全面开花的销售策略，并未聚焦核心的用户群体和高端纯电消费能力强的城市。2024 年 2 月 29 日，理想汽车在全国已有 475 家零售中心，覆盖 142 个城市，而理想 MEGA 上市后则全面覆盖全国 351 家零售中心（约占总门店数量的 74%）、120 个城市（约占总覆盖城市数量的 85%）。在各地有限的门店空间内，地毯式铺设的销售策略最终对 MEGA 销量的实际促进作用并不明显。相反，理想很快发现 MEGA 的试驾转化成交率远低于 L 系列，因此一定程度上造成了 MEGA 进店后单店整体成交率下滑的问题。实际上，由于车型较高的价格及充电桩多集中在高线级城市的布局，过往的高端纯电车型（如蔚来 ES8 等）销量多集中在一二线城市。

图表 28：理想 MEGA 采用全面开花的销售策略



资料来源：理想汽车微信公众号，华源证券研究所（MEGA 覆盖城市及零售中心数据截至 2024 年 3 月 2 日，理想汽车整体数据截至 2024 年 2 月 29 日）

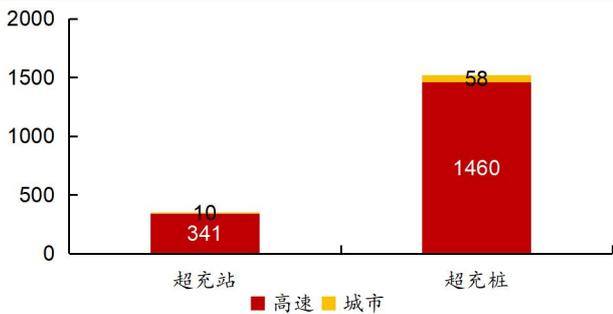
图表 29：2024 年 MEGA 销量主要集中在高线城市



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（不同线级城市分类按照第一财经的《2025 新一线城市魅力排行榜》进行统计）

4、充电桩数量不足或导致部分潜在用户观望。最初公司认为只需要在高速建设较多充电桩便足够，市区用车时用户可以使用更便宜的电进行家充。因此公司起初主要在全国各地高速上布局 5C 超充站，截至 2024 年 3 月 10 日，理想超充站投入使用 351 座（1518 根充电桩），其中高速超充站 341 座（1460 根充电桩），而城市超充站只有 10 座（58 根充电桩）。MEGA 交付后，公司通过与用户的充分沟通发现，MEGA 用户关注的重点不是能否用上更便宜的电，而是充电的便利性和高效性。因此，彼时公司充电桩（尤其城市充电桩）的建设数量不能满足用户需求，也明显落后于特斯拉、小鹏汽车的充电桩数量，这可能也导致了部分潜在用户的观望。

图表 30：截至 2024.3.10，理想城市超充桩数量较少（超充站单位：个、超充桩单位：根）



资料来源：理想汽车官方微信公众号，华源证券研究所

图表 31：理想总体充电桩数量均较少（充电站单位：个、充电桩单位：根）

品牌	充电站数量	充电桩数量	截至日期
理想汽车	351 理想超充站	1518 充电桩	2024 年 3 月 10 日
小鹏汽车	1200+ 小鹏自营站	5500+ 小鹏充电桩	2024 年 5 月 1 日
特斯拉	1800+ 超充站	11000+ 超充桩	2023 年 11 月 1 日
	/	11500 超充桩	2024 年 8 月 22 日

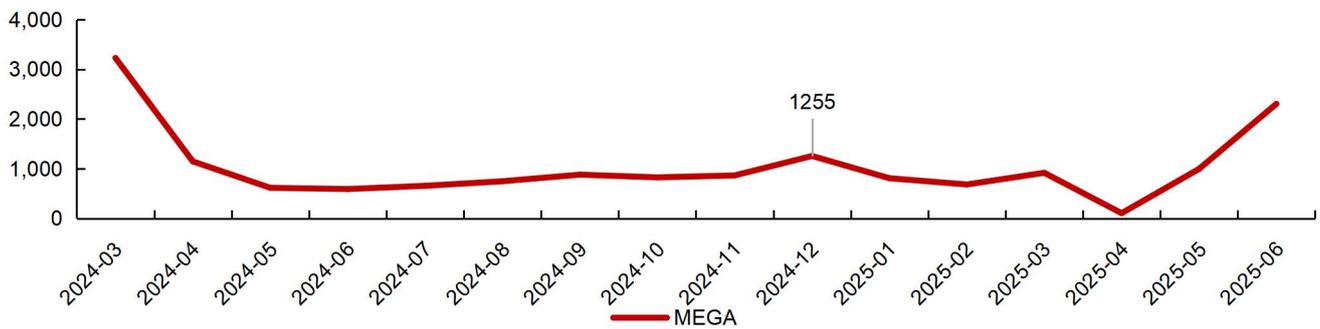
资料来源：各公司官方微信公众号，各公司官方微博，华源证券研究所

而面临以上种种战略失误，可贵的是公司的快速纠错能力。面对上市后销量大幅不及预期的局面，公司及时进行反思与转变，不断改进销售策略及充电体验，并对产品打补丁。1) 经营层面，①公司聚焦核心的用户群体以及高端纯电消费能力强的城市进行销售。公司放弃全面开花的销售策略，集中在头部城市的大型零售中心进行产品体验和试驾。理想不仅把 MEGA 从商场店撤到大店，还于 2024 年 5 月上旬成立了 MEGA 特战队，总体思路是抽调部分销售精英，集中力量卖好 MEGA。当有效地完成从 0 到 1 的阶段后，再向更多的城市和更大的用户群体推广。②公司加速建设超充站（尤其城市区域的）：截至 2024 年 12 月 31 日

晚，理想超充站已建成 1700 座（较 2024 年 3 月 10 日增加 1349 座，下同），其中城市 974 座（+964 座），高速 726 座（+385 座）；不断优化 APP 中的充电规划体验：例如在充电站的搜索列表增加了最大功率的展示、路线规划时优先理想超充+其次优选超充+最后才是第三方充电站等；并且提升充电时的便利性：例如增加车机降地锁功能。2) 产品层面，例如公司通过送杯托来解决 MEGA 二排手边储物空间有限的问题。

舆论风波及第一批用户使用一段时间后，用户逐步接受了 MEGA 的外观，并且真正体验到了 MEGA 的大空间、非常舒适的座椅、优秀的静音能力及底盘舒适性、以及专属的 5C 超充等，从而促使 MEGA 价值回归、口碑提升，也让本身产品综合能力没有绝对硬伤的 MEGA 在 2024 年 12 月销量突破 1 千辆。

图表 32：经营及产品层面的转变、叠加本身产品力的优势，促使 MEGA 2024 年 12 月销量突破 1 千辆（单位：辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

2.4.2. MEGA 再战告捷：本质是价值升级，用户基数得以拓宽

MEGA Home 通过零重力旋转座椅提供了全新的产品价值和使用场景，从而拓宽了用户群体的范围，2025 年 6 月上险量已突破 2 千辆。2024 款 MEGA 相较竞品拥有更大的空间、更好的 NVH 性能、更高的座椅按摩点数、并且全系标配 5C 超充。尽管产品力较强，但由于相对较高的价格及较大的尺寸，MEGA 2024 年最终仅实现了 1.1 万销量，并没有在高端大型 MPV 市场中实现破圈。2025 年 4 月推出的 MEGA Home 改进了 2024 款 MEGA 存在的问题（例如升级了前排电吸门），并且还增加了后排液晶屏幕尺寸、副驾驶也提供了准零重力皇后座等。最为重要的是，其新增了二排双零重力旋转座椅（此前市面上已有单独的零重力座椅/旋转座椅，但 MEGA 有目前市面上唯一的双旋转+双零重力功能的座椅），将零重力与旋转结合，并配上电动侧滑门及较大的内部空间，从而为用户提供了全新的使用场景：如 45° 便捷上下车、90° 观景模式、180° 对坐亲子/大客厅模式。

而 Mega Home 在使用场景方面的拓展，带来的则是潜在用户基数的拓宽。此前购买 2024 款 MEGA 的用户大多先计划购买一台 MPV，最后才选择了 50 多万元的 MEGA。而根据理想汽车第一产品线总裁汤靖，现在 30~40% 的用户是先计划购买 50 万元以上的车型（并且原本不是计划买 MPV），在了解市面上相关的车型后，最终选择了 MEGA Home。这本质上是因为通常购买 50 万元车型的用户预算并不止 50 万元，用户想要购买的是 50 万元以上最好的、最合适的车型，而 MEGA Home 创造了老款 MEGA 没有创造的极致空间和向往感。实际上，用户买的更多可能是 MEGA Home 的大空间、便捷上下车、二三排对坐场景等，甚至他们可

能已经不记得这是一台 MPV 车型，也即 MGEA Home 成功抢占了非 MPV 意向用户的心智。此外，补能体系的进一步完善亦提升了 MEGA Home 的胜率（截至 2025 年 4 月底，理想超充站建成 2267 座，较 2024 年底增加 540 座）。最终 MEGA Home 订单表现优异：**MEGA 整体订单中 Home 订单占比超过 9 成，李想表示公司将持续提升产能，预计 7 月实现 2500-3000 台的交付目标。**

图表 33：理想 MEGA Home 在座椅、座舱舒适性、车门功能等多处均有所升级

		2024 款 Ultra	2025 款 Ultra 智能焕新版	2025 款 Home 家庭特别版
售价/万元		52.98	52.98	55.98
智驾	辅助驾驶芯片	2 颗 Orin-X	Thor-U	Thor-U
	芯片算力	508 TOPS	700 TOPS	700 TOPS
	激光雷达型号	AT128	ATL	ATL
车门	电动吸合车门	×	前排	前排
	自动开合车门	×	×	标配
屏幕	后排液晶屏幕尺寸/英寸	17	21.4	21.4
	后排液晶屏幕类型	OLED	LCD	LCD
充电	后排 USB/Type-C 接口数量	4 个	4 个	6 个
	后排 USB/Type-C 最大充电功率	60W	67W	67W
座椅	第二排座椅旋转调节	×	×	✓
	零重力座椅	×	副驾驶（准零重力）	副驾驶（准零重力）、第二排
	前、二排座椅通风	吹风	吹风	吹吸一体
	前、二排座椅按摩	16 点按摩	16 点按摩	18 点热石按摩
座舱	主驾背部小桌板	×	×	✓
	二排杯托	售后外置方案	售后外置方案	座椅弹出式杯托

资料来源：汽车之家，新出行，华源证券研究所

图表 34：理想 MEGA Home 为用户提供了全新的使用场景

座椅调节类型	实际场景	模式	具体功能
45° 座椅调节	 <p>45°便捷上下车 长辈、孩子都方便。</p>	便捷上下车	老人上下车可以一步到位、父母抱婴儿时不用拧着身体、穿裙子的女性下车时动作更优雅
90° 座椅调节		观景模式	带着家人露营时，可以坐在车里看着外面的小朋友，视线非常开阔；小朋友抬头可以看见父母，非常温馨且有安全感。还可以去山顶晒太阳、去海边吹海风
180° 座椅调节	 <p>180°对坐亲子模式 面对面，照顾小宝贝。</p> <p>全家人的大客厅 搭配悬浮大桌板，把家里的客厅搬到车里。</p>	对坐亲子房/ 大客厅模式	婴儿座椅不用再倒装、妈妈不用拧着身子而是可以面对面照顾小朋友、小朋友一睡醒抬头就可以看见妈妈。装上悬浮大桌板后，一家人可以下棋、玩桌游、吃生日蛋糕

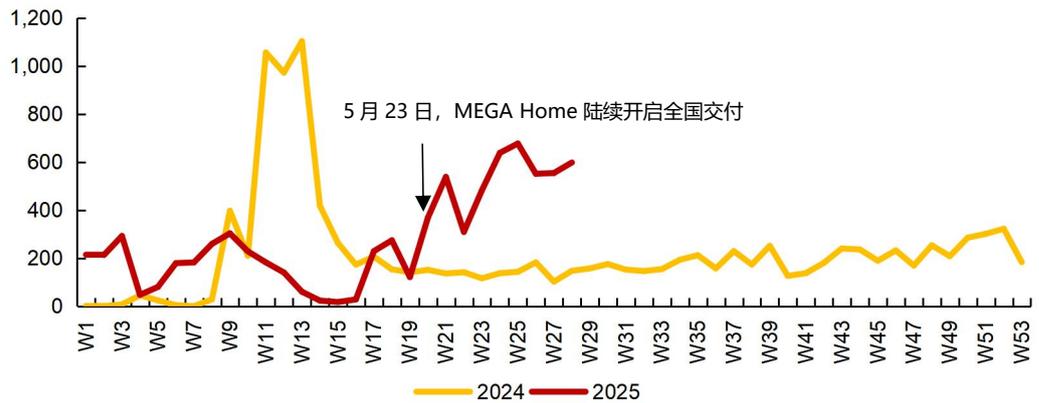
资料来源：理想汽车 Bilibili 官方账号，理想汽车官方微信公众号，华源证券研究所

图表 35：MEGA 在空间、5C 超充、座椅舒适性、NVH 等方面均具备较强竞争力

		MEGA 2024 款 Ultra	MEGA 2025 款 Ultra 智能焕新版	MEGA 2025 款 Home 家庭特别版	小鹏 X9 2025 款	极氪 009 七座过道版	问界 M9 6 座版	埃尔法	雷克萨斯 LM 6/7 座版
基本参数	售价/万元	52.98	52.98	55.98	35.98-41.98	43.9-50.9	50.98/56.98	89.9-92.9	119.9-125
	级别	大型 MPV	大型 MPV	大型 MPV	中大型 MPV	中大型 MPV	大型 SUV	中大型 MPV	中大型 MPV
	动力类型	EV	EV	EV	EV	EV	EV	HEV	HEV
尺寸	长/mm	5350	5350	5350	5293	5217	5230	5005	5125
	宽/mm	1965	1965	1965	1988	2024	1999	1850	1890
	高/mm	1850	1850	1850	1785	1812	1800	1950	1940/1955
	轴距/mm	3300	3300	3300	3160	3205	3110	3000	3000
	座位数/个	7	7	7	7	7	6	7	6/7
续航	CLTC 纯电续航里程/km	710	710	710	650-740	702-900	605-630		
	百公里耗电量/kWh/100km	15.9	15.9	15.9	16.2-16.9	16.8-17.8	17.4-18.1		
	5C 超充	✓	✓	✓	最低配✓	低配为 5C			
操控	空气悬架	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	整体主动转向系统				✓				
车门	电动吸合车门		前排	前排	前排	前排	全车		前排
	自动开合车门			✓			顶配✓		
屏幕	副驾娱乐屏	✓	✓	✓			✓		
	后排屏幕尺寸/英寸	17	21.4	21.4	21.4	17	32 (选配/标配)	✓	14
	HUD	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
座舱	前排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩、头枕扬声器 (仅驾驶位)	加热、通风、按摩、头枕扬声器	加热、通风、按摩、头枕扬声器	加热、通风	加热、通风
	第二排座椅旋转调节			✓					
	零重力座椅		副驾驶 (准零重力)	副驾驶 (准零重力)、第二排	第二排		第二排右侧 (选配/标配)		
	座椅按摩点数	16 点	16 点	18 点热石	10 点	8 点	8 点/10 点		
	车载冰箱	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
智驾	辅助驾驶芯片	2 颗 Orin-X	Thor-U	Thor-U	2 颗 Orin-X	2 颗 EyeQ5H (选配 2 颗 Orin-X)			
	芯片算力	508 TOPS	700 TOPS	700 TOPS	508 TOPS	48 TOPS (选配 508 TOPS)			
	激光雷达	1	1	1		1	4		
NVH	40km/h	49.9 dB			52.4 dB		53.2 dB		
	80km/h	56.2 dB			59.3 dB		58.5 dB		
	120km/h	61.1 dB			65.7 dB		63.1 dB		
	静态隔音测试	47.3 dB			47.2 dB		48.3 dB		

资料来源：汽车之家，懂车帝，各公司官方微信公众号，新出行等，华源证券研究所 (NVH 中，静态隔音测试为数值越大越好，其余均为越小越好)

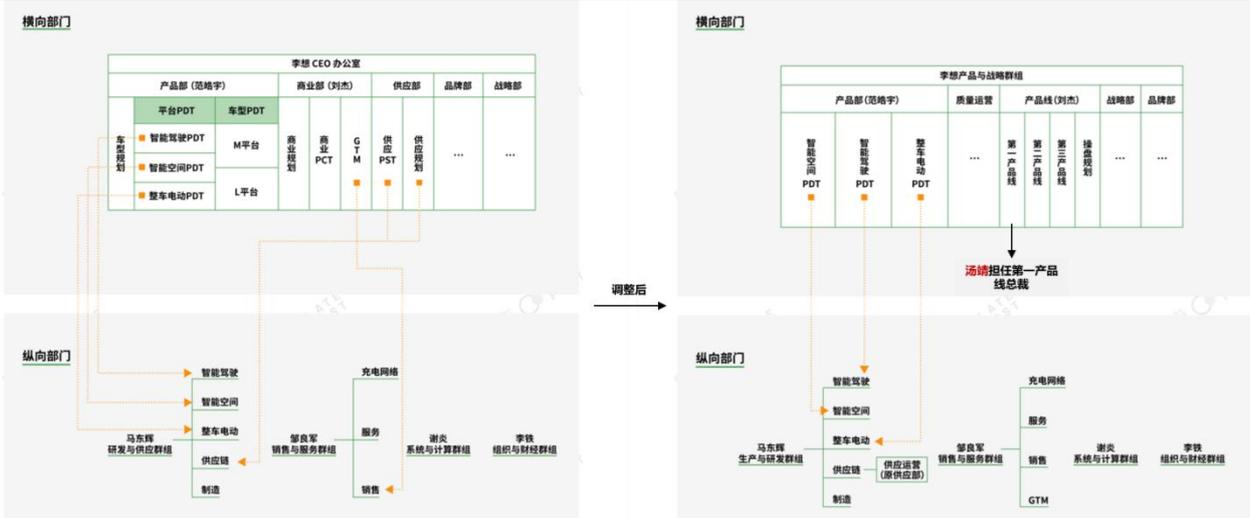
图表 36: MEGA Home 陆续开启全国交付后, 理想 MEGA 周度上险量明显提升 (单位: 辆)



资料来源: 交强险数据, 理想汽车官方微信公众号, 华源证券研究所

MEGA Home 成功背后的组织因素, 在于将商业部和车型产品部门合并为“产品线”部门, 并将“老兵”汤靖调任第一产品线总裁。2024 年 4 月, 公司将原来定位有重合的商业部和车型产品团队合并为“产品线”部门, 新部门需要对从产品准备到商业变现的全流程进行管理, 因此能够更好地将“满足用户需求”以及“成功实现产品商业化”的两个目标相结合。同月, 汤靖正式出任理想第一产品线总裁。作为参与理想 ONE 及 L9 研发的“老兵”, 他对于用户需求把握更有经验, 同时也更擅长与李想以及其他员工沟通。汤靖从一线市场找灵感, 1) 他不仅在全国各地调研了一个月, 和用户对话且与产品专家沟通, 2) 并且还成为理想 MEGA 的车主。基于此, 他找到了做二排电动旋转加零重力的灵感, 并成功说服李想及工程师, 从而有效提升了产品配置并创造了用户需求。

图表 37: 2024 年 4 月, 汤靖出任第一产品线总裁



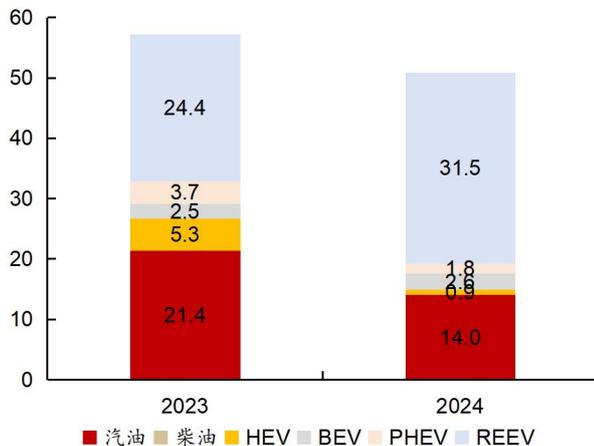
资料来源: 晚点 Auto 微信公众号, 华源证券研究所

2.5. i 系列预计能成功的原因：MEGA 经验赋能下提供更优产品体验，有望撬动换购需求

2.5.1. i8：强换购需求+强产品力，预计月销大于 5 千

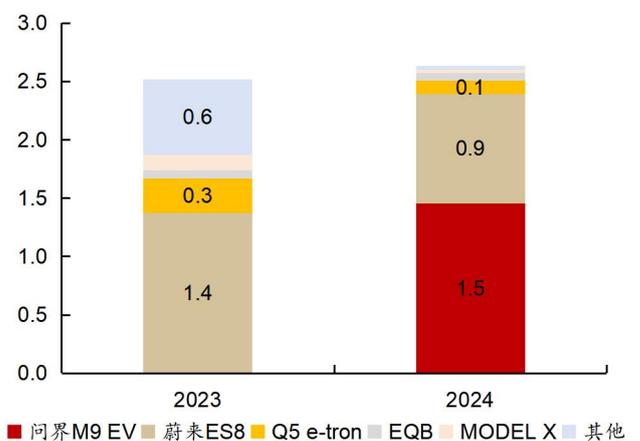
由于纯电 SUV 较难同时满足大空间+长续航+合适定价的特征，2024 年 30 万元以上三排纯电 SUV 销量仅 2.6 万辆，纯电渗透率仅 5%。以上几点的核心矛盾在于，若想要做到大空间，便需要把车做大、车重大概率会增加，因此电池续航会受到一定负面影响；若想要保障较高的续航便需要增加电池度数，而这不仅会带来电池成本的提升（从而可能导致售价的提升），还会使得车重更重，从而使得续航提升有限。因此，不难发现此前的六座四驱（中）大型纯电 SUV 较难同时满足 1）空间大、2）续航里程高、3）价格相对合适的特征。例如，远航 H9 虽用 150 度电池包做到了 950km 的纯电续航里程（CLTC 口径，下同），但价格提升至 50 万元以上；问界 M9 EV、蔚来 ES8、唐 L EV 等虽然使用了约 100 度的电池包，但纯电续航里程仅为 600km 出头。这也意味着市面上多数（中）大型三排纯电 SUV 并不能很好地满足用户的需求，因此 2024 年 30 万元以上的三排座纯电 SUV 销量仅为 2.6 万辆（其中问界 M9 EV 1.5 万辆，蔚来 ES8 0.9 万辆）。而事实上，相较增程 SUV，纯电 SUV 普遍具备更好的电车驾驶体验以及更大的空间，同时若在密集的补能基建加持下，整体使用体验预计强于同级别增程 SUV。因此，我们更倾向于认为较低的销量是缺乏优质供给而非缺乏需求。

图表 38：30 万元以上的三排 SUV 市场纯电渗透率仅 4~5%（单位：万辆）



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（注：为 TP 价格 ≥ 30 万元以上的车款销量）

图表 39：2024 年 30 万元以上三排纯电 SUV 仅问界 M9 EV、蔚来 ES8 销量较高（单位：万辆）



资料来源：交强险数据，华源证券研究所（注：为 TP 价格 ≥ 30 万元以上的车款销量）

图表 40：六座纯电四驱 SUV 较难同时满足空间大、续航里程高、价格相对合适的特征

车型	动力	级别	长	宽	高	轴距	驱动形式	指导价 (万元)	电池能量 (kWh)	CLTC 纯电续航 (km)	百公里耗电量 (kWh/100km)
理想 i8	EV	中大型 SUV	5085	1960	1740	3050	双电机四驱	预计售价 35-40	90.1/97.8	670/720	14.6/14.8
乐道 L90	EV	大型 SUV	5145	1998	1766	3110	双电机四驱	整车购买预售价 27.99+	85	570	15.4
问界 M9	EV	大型 SUV	5230	1999	1800	3110	双电机四驱	50.98-56.98	100	605/630	17.4/18.1
蔚来 ES8	EV	中大型 SUV	5099	1989	1750	3070	双电机四驱	49.8-59.8	75/100	465/605	17.9/18.3
Model X	EV	中大型 SUV	5057	1999	1680	2965	双电机四驱	72.49	100	700	16.5
唐 L	EV	中大型 SUV	5040	1996	1760	2950	双电机四驱	28.98	100.5	600	19.1
昊铂 HL	EV	大型 SUV	5126	1990	1750	3088	双电机四驱	31.98	108.35	700	16.9
远航 H9	EV	大型 SUV	5220	2015	1760	3125	双电机四驱	40.98-51.98	98-150	650-950	最低配 17.3
远航 H8	EV	大型 SUV	5230	2015	1760	3126	双电机四驱	35.98-36.98	88.42-98	560-650	17.3
奥迪 Q5 e-tron	EV	中大型 SUV	4876	1860	1675	2965	双电机四驱	36.75-43.25	83.4	550	16.2
ID.6 CROZZ	EV	中大型 SUV	4891	1848	1679	2965	双电机四驱	28.39	80.4	560	15.8

资料来源：汽车之家，懂车帝，乐道官方微博，各公司官方微信公众号，华源证券研究所(注：长、宽、高、轴距的单位为 mm)

我们判断理想 i8 有很大概率成功的基础原因有两点：1、同级别中强大的产品力：解决了大型纯电 SUV “大空间-长续航-低价格” 的不可能三角形。2、存在较大的换购需求。

理想 i8 定位中大型 6 座四驱纯电 SUV，我们认为现在是目前布局（中）大型高端纯电 SUV 较好的时间点：一方面，理想 i8 已经通过极致的造型设计以及高效的电驱电控系统，同时做到了空间大（轴距 3050mm）、续航里程高（CLTC 纯电续航 670/720km）、能耗低（百公里耗电量 14.6/14.8kWh），而目前暂未有强势竞争对手同时做到这几项。另一方面，理想 7 月超充站建设数量已经超过 2900 座，i8 亦全系支持 5C 超充，充电补能体验有望向燃油车靠近。以下展开来讲：

1) 空间方面：i8 通过较短的前悬（885mm）、大倾角的前挡风玻璃、以及较低的溜背下降率（保障了第三排乘客的头部空间）等提升了车内的有效空间。在车长相近的情况下，i8 实现了 3050mm 的轴距，高于 L8 3005mm 的轴距。理想 L7/L9 的“得房率”为 65%/66.3%，而 MEGA “得房率”则高达 70.86%，考虑到理想纯电系列的造型设计风格，我们预计 i8 会拥有比 L 系列同级别车型更高的“得房率”（也即用 L8 的外部尺寸做到了 L9 的内部空间）。而对比同级别同样为纯电车型的蔚来 ES8 来看，其主驾/副驾侧的“得房率”则分别为 66.67%/69%，我们预计 i8 在空间上也会有一定优势。

图表 41：理想 i8 尺寸介于理想 L8 与理想 L9 间，由于拥有较短的前悬因此轴距较长

	理想 L8	理想 i8	理想 L9	蔚来 ES8
级别	中大型 SUV	中大型 SUV	大型 SUV	中大型 SUV
售价/万元	32.18-37.98	预计售价 35-40	40.98-43.98	49.8-59.8
动力类型	EREV	EV	EREV	EV
长/mm	5080	5085	5218	5099
宽/mm	1995	1960	1998	1989
高/mm	1800	1740	1800	1750
轴距/mm	3005	3050	3105	3070
前悬/mm	965	885	965	960
后悬/mm	1110	1150	1148	1190

资料来源：汽车之家，工信部，华源证券研究所

2) **续航方面**, i8 具备同级别四驱纯电车型领先的纯电续航水平。流线型的轮廓、溜背式等造型设计有望降低 i8 的风阻, 并且理想 i8 还首次搭载了理想自研的碳化硅驱动电机, 有助于提高系统运行效率并减少能量损耗。依托较低的风阻及高效的电驱电控系统, i8 在全系标配 400kW 双电机四驱的基础上, 依旧达成了 670/720km 的 CLTC 纯电续航里程以及 14.6/14.8kWh 的百公里耗电量, 领先乐道 L90、蔚来 ES8 及问界 M9 EV。

3) **补能方面**, i8 搭载了 5C 快充技术, 最快可实现充电 10 分钟续航 500 公里。6 月理想汽车已完成 2851 座理想超充站的建设 (对比问界 6 月仅接入 1000+座华为超充站), 年底目标 4000 座, 超充站储备充足。

除了满足最基础的空间和续航, i8 预计也将拥有较好的驾驶操控性以及同级别领先的智能驾驶体验, 产品综合竞争力较强。i8 车高仅 1740mm, 而其余竞品车高大多在 1750mm 及以上, 车身高度降低有望缩短质心高度, 从而减少转弯时的离心力影响, 提升操控稳定性。i8 还将搭载 VLA, 能够为家庭用户提供诸如“语音控车”等的全新智驾功能, 而目前竞品车型中并未有车型搭载 VLA 技术。

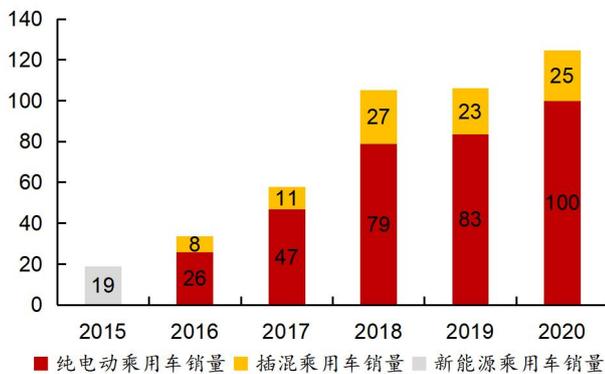
图表 42: 理想 i8 与同级别竞品相比, 在补能、智能驾驶等方面具备竞争优势

		理想 i8	乐道 L90	问界 M8 EV	Model Y 6 座版	蔚来 ES8	问界 M9 EV
基本参数	级别	中大型 SUV	大型 SUV	大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV	大型 SUV
	售价/万元	预计售价 35-40	整车购买预售价 27.99+	预售价 37.8-46.8	Model Y 老款售价为 26.35-31.35	49.8-59.8	50.98-56.98
	动力类型	EV	EV	EV	EV	EV	EV
尺寸	长/mm	5085	5145	5190	4976	5099	5230
	宽/mm	1960	1998	1999	1920	1989	1999
	高/mm	1740	1766	1795	1668	1750	1800
	轴距/mm	3050	3110	3105	3040	3070	3110
	前悬/mm	885	920	975	896	922	985
	后悬/mm	1150	1115	1110	1040	1107	1135
	座位数	6	6	5/6	6	6	5/6
动力	驱动形式	双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱
补能	电池能量/kWh	90.1/97.8	85	100		75/100	100
	CLTC 纯电续航里程/km	670/720	后驱 605/四驱 570km	655-705		465/605	605/630
	百公里耗电量 kWh/100km	14.6/14.8	后驱 14.5; 四驱 15.4			/	17.4/18.1
	电池充电倍率	5C				/	/
	超充站数量	截至 7 月 20 日, 2,902 座超充站	截至 7 月 26 日, 2,904 座超充站	截至 6 月 20 日, 接入 1000 座华为超充站	截至 6 月 28 日, 2,100 座特斯拉超充站	截至 7 月 26 日, 2,909 座超充站	截至 6 月 20 日, 接入 1000 座华为超充站
	是否支持换电	×	✓	×	×	✓	×
	换电站数量	/	截至 7 月 26 日, 2,063 座换电站	/	/	截至 7 月 26 日, 3,415 座换电站	/
智能驾驶	VLA	AD MAX 支持	×	×	×	×	×

资料来源: 汽车之家, 工信部, 各公司官方微信公众号, 各公司官网, 各公司官方微博等, 华源证券研究所

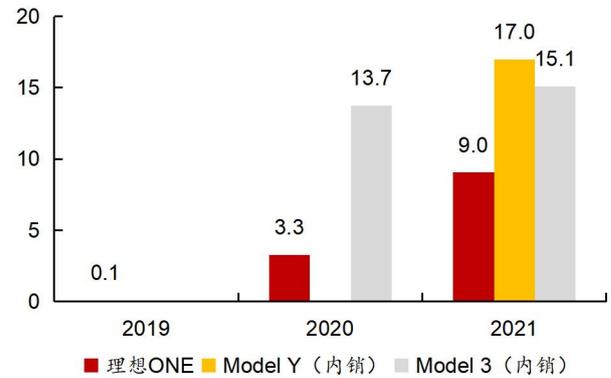
i8 存在潜在的新能源保有车主的换购需求，尤其是理想品牌或其他品牌的增程老车主换购，或 5 座纯电保有车主的升级。从总量上来看，考虑到购车满 5~8 年后为主流的换购高峰，并且新能源汽车的快速迭代下车主的换购周期有望缩短，我们测算仅 2015~2020 年中国新能源乘用车累计销量已超 400 万辆。而从细分用户需求来看，一方面距离理想 ONE 首批车主交付已经过去 5 年时间，ONE 无论是座舱的基础配置还是辅助驾驶功能均已显著落后当下同级别车型；另一方面，以 Model 3/Model Y 为代表的国内首批新能源汽车车主，或由于过去几年间因家庭成员增加等（如二胎），存在有升级至三排六座更大空间车型的需求。而这部分群体又恰好是理想品牌多年以来深耕的家庭用户领域。此外，由于过去几年新能源汽车电池、智能驾驶等配置迭代速度较快，因而早期的新能源老车主的车型配置较低，并且部分功能无法通过软件 OTA 升级，因此我们预计也会存在有除理想老车主、新家庭用户外，更多的潜在客户群体选择 i8。

图表 43：仅 2015~2020 年新能源乘用车累计销量已超 400 万辆，部分可能成为 i8 的目标用户（单位：万辆）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 44：理想增程系列及特斯拉等的新能源保有用户或为 i8 的潜在意向用户（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所（注：上图为车型销量）

30-40 万元 5 座纯电 SUV 2024 年月均销量最高约 6 千辆，考虑到 2025 年该价位段预计较少强势纯电 6 座 SUV 推出，我们预计 i8 稳态月销有望超过 5 千辆。30-40 万元价位段纯电车型 2024 年销量为 23 万辆，其中纯电 SUV 销量为 15 万辆，其中蔚来 ES6、蔚来 EC6、智界 R7 EV 销量较好（均为 5 座 SUV），而这三款车型在 30-40 万元价位段的 2024 年月均销量分别为 0.6、0.2、0.5 万辆。考虑到 i8 在智能驾驶体验、空间、补能方面均具备竞争优势，并且 2025 年预计仅有乐道 L90、特斯拉 Model Y 6 座版、问界 M8 EV 等少数的直接竞争对手，我们预计 i8 月销有望超过 5 千辆。

图表 45: 30-40 万元纯电 SUV 中基本无 6 座 SUV 供给, 同价位段 5 座 SUV 2024 年月均销量最高约 0.6 万辆 (单位: 万辆)

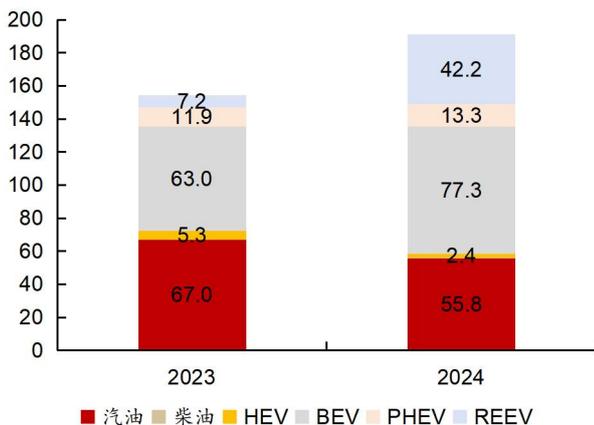
	2023 销量	2024 销量	2023 月均销量	2024 月均销量	级别	座位数
蔚来 ES6	5.5	7.7	0.46	0.64	中型 SUV	5
蔚来 EC6	1.1	2.8	0.09	0.23	中型 SUV	5
智界 R7 EV		2.2		0.54	中大型 SUV	5
EQE SUV	0.2	0.7	0.03	0.06	中大型 SUV	5
MODEL Y	7.0	0.5	0.58	0.04	中型 SUV	5
RZ	0.5	0.2	0.04	0.02	中型 SUV	5
阿维塔 11 EV	1.3	0.2	0.11	0.02	中大型 SUV	4/5
G9	1.4	0.2	0.12	0.01	中大型 SUV	5
iX3	3.6	0.1	0.30	0.01	中型 SUV	5
Polestar 4	0.002	0.1	0.002	0.01	中大型 SUV	5
其他	3.2	0.6	0.27	0.05		
总计	23.8	15.2				

资料来源: 交强险数据, 汽车之家, 华源证券研究所 (注: 为实际成交价格在 30-40 万元间的车款销量)

2.5.2. i6: 细分市场空间大且产品配置较强, 月销有望破万

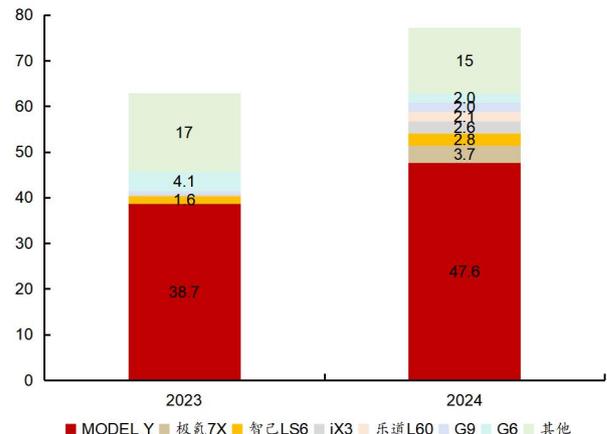
从市场空间来看, 20-30 万元二排 SUV 市场总量和替代空间较大, i6 将具备较高的销量上限。根据交强险数据统计, 2024 年国内 20-30 万元价格带二排 SUV 销量总量达到 191 万辆, 同比增长 24%, 为同价格带内增速较高的车型。同时, 2024 年该价格带二排 SUV 纯电渗透率为 40%, 其中纯电市占率前三依次为 Model Y (62%)、极氪 7X (5%)、智己 LS6 (4%), 呈现特斯拉近乎垄断的格局。反观 2025 年的新品中, 除小米 YU7 外, 暂无强有力竞争对手。考虑到 Model Y 在当前仍然具备 2~3 万辆的月度上险量水平, 在产品不出圈、行业不扩容的悲观假设下, i6 的合理月销即有希望达到 1 万辆/月。而上限则可参考 Model Y、YU7 的水平。

图表 46: 2024 年 20-30 万元的二排 SUV 市场销量同比增加 37 万辆 (单位: 万辆)



资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所 (注: 为 TP 价格在 20~30 万元之间的车款销量)

图表 47: 20-30 万元二排纯电 SUV 市场中, Model Y 市占率超 60% (单位: 万辆)



资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所 (注: 为 TP 价格在 20~30 万元之间的车款销量)

从竞争格局来看，目前该价位段理想 i6 的强势竞争对手主要为 Model Y、小米 YU7，而 i6 在空间、超充、智驾方面都较竞品占优。1) 空间方面，i6 尺寸明显大于 Model Y，并且尽管 i6 与 YU7 轴距相同，但考虑到 i6 具备较短的前悬及较高的车高，我们推断 i6 实际空间预计较 YU7 更大。2) 超充方面，i6 全系均支持 5C 超充，Model Y 并不支持 5C 超充，YU7 仅 Max 版本支持；且理想超充桩数量已破 1.5 万根，在竞品中处于领先地位。3) 智驾方面，i6 智能驾驶能力也更为领先。Model Y 并不支持 VLA 功能；YU7 虽全系标配 Thor 芯片+激光雷达，但暂不能支持 VLA。参考理想 L 系列配置，我们预计 i6 也会全系标配激光雷达，并且有全新的 VLA 司机 Agent 亮相。此外，尽管 YU7 上市后对理想 L6 产生了一定冲击，但我们认为 YU7 对理想 i6 的侵蚀作用预计有限，理由如下：1) YU7 与理想主打的用户群体不完全一致，二者处于对角线市场：YU7 用户较年轻（平均年龄 33 岁），并且追求颜值、时尚和科技感。而理想用户以家庭（尤其有孩家庭）为主，更追求实用（如空间、舒适性等），产品定位本身完全是对角线；2) YU7 产能受限，目前下定后交付需等到 2026 年，因此着急提车用户大概率会考虑其他品牌。

图表 48：理想 i6 在空间、补能、智驾上相较竞品具备竞争优势

		理想 i6	特斯拉 Model Y	小米 YU7
基本参数	级别	中大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV
	动力	EV	EV	EV
	指导价/万元	/	26.35-31.35	25.35-32.99
尺寸	长/mm	4950	4797	4999
	宽/mm	1935	1920	1996
	高/mm	1655	1624	1608/1600
	轴距/mm	3000	2890	3000
	前悬/mm	905	896	983
	后悬/mm	1045	1011	1016
动力	电动机总功率/kW	单电机：250 双电机：400	单电机：220 双电机：331	单电机：235 双电机：365/508
补能	800V 高压平台	√	×	√
	5C 超充	全系支持	/	Max 版本最大充电倍率可达 5.2C
	充电桩数量	截至 7 月 20 日， 15,945 根理想超充桩	截至 7 月 21 日，11,700+根特斯拉超级充电桩	/
智驾	VLA	AD MAX 支持	×	×

资料来源：汽车之家，懂车帝，工信部，各公司官方微信公众号，各公司官方微博，华源证券研究所

理想 i6 潜在竞品中，Model Y 2024 年月均销量为 4.0 万辆，极氪 7X（2024 年月均销量 0.9 万辆，下同）、智界 R7 EV（0.7 万辆）、乐道 L60（0.5 万辆）、小鹏 G6（0.3 万辆）、智己 LS6（0.3 万辆）、小鹏 G9（0.2 万辆）2024 年月均销量均小于 1 万辆。尽管 2025 年该价位段有小米 YU7 强势竞品推出，我们预计 i6 凭借较强的产品配置+充足的超充桩+智驾 VLA 加持，月销有望达 1 万+辆。

图表 49: i6 竞品中, 除 Model Y 外, 其余车型月均销量普遍低于 1 万辆 (单位: 万辆、万元)

	2023 销量	2024 销量	2023 月均销量	2024 月均销量	2023 均价	2024 均价
Model Y	45.7	48.1	3.8	4.0	27.2	25.5
极氪 7X		3.7		0.9		24.5
智界 R7 EV		2.9		0.7		30.4
乐道 L60		2.1		0.5		21.7
小鹏 G6	4.3	4.2	0.6	0.3	23.3	20.0
智己 LS6	1.6	3.4	0.5	0.3	23.6	22.7
小鹏 G9	2.3	2.1	0.2	0.2	31.9	27.0

资料来源: 交强险数据, 华源证券研究所 (注: 为全价格带销量)

2.5.3. 5C 超充是高端纯电销售成功的必要非充分条件

理想汽车超充站建设发展迅速, 历时约 2 年 3 个月便建成 2,900+ 座超充桩。2023 年 4 月 20 日首座理想超充站建成, 2023 年 12 月 28 日建成 262 座, 2024 年底建成 1,727 座 (同比新增约 1,465 座), 2025 年 7 月 20 日已建成 2,902 座, 2025 年底目标建成 4,000 座 (同比 2024 年新增 2,273 座)。截至 2025 年 7 月 20 日, 理想超充网络在全国已有 2,902 座超充站 (高速 968 座, 城市 1,934 座), 15,945 根充电桩 (高速 4,623 根, 城市 11,322 根), 平均每站的充电桩数量约 5.5 根 (高速 4.8 根, 城市 5.9 根)。对比蔚来 (13,439 根超充桩及 13,401 根目的地充电桩, 截至 7 月 26 日)、特斯拉 (11,700+ 超级充电桩, 截至 7 月 21 日)、小鹏 (12,700+ 枪, 截至 7 月 13 日)、鸿蒙智行 (接入华为超充枪 9,627 根, 截至 1 月 19 日)、极氪 (7,944 根, 截至 4 月 29 日), 理想充电桩数量具备一定竞争力。

图表 50: 理想汽车超充网络分为 5C 超级充电站及超充站两种类型

充电站类型	站内充电桩类型	布局位置	开放范围
理想 5C 超级充电站	2C 桩	高速服务区及出入口、城区	理想全系车型及所有品牌新能源汽车
	5C 桩		理想纯电车型, 当前仅限理想 MEGA
理想超充站	2C 桩/4C 桩	城区	理想全系车型及所有品牌新能源汽车

资料来源: 理想汽车官方微信公众号, 华源证券研究所

图表 51: 截至 7 月 20 日, 理想超充网络在全国已有 2,902 座超充站, 15,945 根充电桩



资料来源: 理想汽车官方微信公众号, 理想汽车业绩发布会, 华源证券研究所

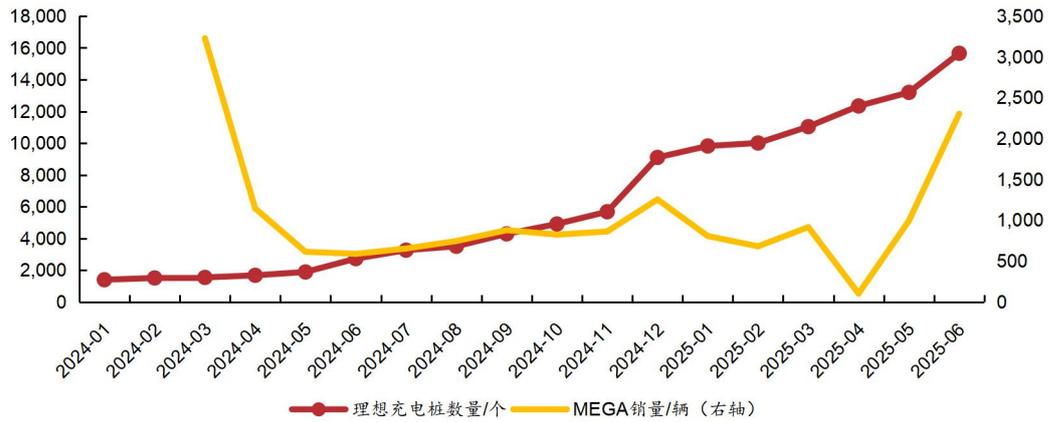
图表 52：理想汽车充电桩已破 1.5 万根，相较友商具备一定竞争优势

	统计日期	充电站数量/座	充电桩数量/根	峰值充电功率	备注	24 年销量 /万辆	24 年底累计新 能源销量/万辆	24 年底占全 国公桩比例	24 年底车桩比 (保有量)
蔚来	7 月 26 日	超充站: 2,909 目的地充电站: 1,779	超充桩: 13,439 目的地充电桩: 13,401		3,415 座换电站 (其中, 高速公路换 电站 1,000 座)	22.2	67.2	0.70%	26.8
特斯拉 中国	6 月 28 日	超充站: 2100+	超充桩: 11,600+ (截至 7 月 21 日, 11700+)	其中: V3: 250kW	25 年 6 月中国首批 V4 超充站上线	65.7	215.9	0.39%	154.2
			目的地充电桩: 2,500+						
小鹏	6 月 1 日	目的地站: 484		250kW	1、仅包括自营充电网络 2、2025 年预计新增 1,000+超充/超 快充站; 3、2026 年目标布局 10,000 座自营 充电站,其中 4,500 座液冷超快充站	19.0	59.0	0.28%	59.7
		超充站 S2: 564							
		超快充站 S4+S5: 1217		S4: 480kW; S5: 800kW					
	7 月 13 日	合计: 2,265	12,700+枪						
理想	6 月 30 日 19:03		5C 充电桩: 1,575	520kW	1、仅包括理想超充站 2、2025 年计划国家级高速干线里 程覆盖率超过 90%, 1-3 线城市核 心城区覆盖率超过 90%。	50.1	113.4	0.25%	124.6
			4C 充电桩: 7,060	360kW					
			2C 充电桩: 6,372	250kW					
		合计: 15,007							
	7 月 20 日	高速超充站: 968 城市超充站: 1,934 合计: 2,902	高速超充桩: 4,623 城市超充桩: 11,322 合计: 15,945						
鸿蒙 智行	6 月 20 日	华为超充站: 1,000 (截至 1 月 19 日, 585)	截至 1 月 19 日, 9,627 根华为超充枪	超充单枪最 大输出功率 或为 600kW	为鸿蒙智行接入华为超充网络的数 量	45.3	63.6	0.27%	66.3
极氪	6 月 30 日	轻充站		20kW	1、为自建充电站 2、2025 年计划累计建成充电站 2,000 座、极充桩 6,000 根; 3、4 月 23 日, 极氪全球首发 V4 极 充兆瓦桩, 单枪峰值功率 1.3 兆瓦, 单枪峰值电流 1300A, 全球第一, 首个 V4 极充兆瓦站已落地杭州	22.2	41.9	0.19%	60.1
		超充站		120kW					
		800V 极充站: 993	4,689	V1: 360kW V2: 600kW V3: 800kW					
	4 月 29 日	合计: 1,683	7,944						
小米				600kW	小米超充站, 采用 600kW 液冷超充 方案, 首批规划城市 北京、上海、 广州将逐步建设	14.0	14.0	0%	
比亚迪	5 月 31 日	自建兆瓦闪充站 超 500 座		1000kW	1、最高 10C 2、此前宣布自建 4000 座兆瓦闪充 站; 5 月 31 日, 宣布与小桔充电合 作共建 10000 座兆瓦闪充桩、与新 电途合作共建 5000 座兆瓦闪充桩				

资料来源: 各公司官方微信公众号, 各公司官方微博, 各公司官网, 小米汽车 Bilibili 官方账号, Marklines, iFind, 华源证券研究所 (注: 因数据可得性问题, 2024 年底充电桩数量占全国公桩比例的测算中, 特斯拉、鸿蒙智行、极氪的充电桩数量分别采用 2025 年 2 月、2025 年 1 月、2024 年 10 月的数据)

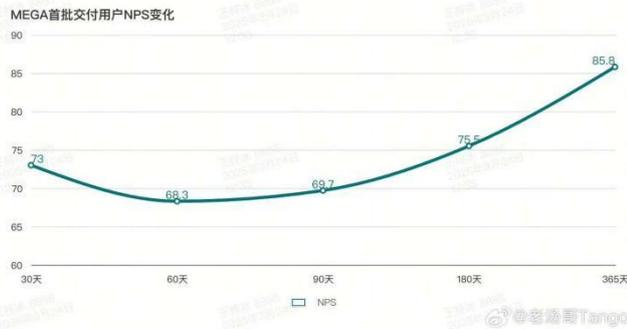
超充桩对理想高端纯电品牌形象建设及高端纯电市场份额是重要的。充电桩数量及密度能给用户带来安全感, 且理想超充桩也能为用户提供较舒适的体验 (如车机降地锁和插枪就充等功能)。尽管理想 MEGA 销量与超充桩数量并无明显关联, 但公司后续通过举办 MEGA 用户见面会、不断建设 5C 超充站、不断优化 APP 的充电体验, 从而让用户在使用 MEGA 的过程中体验到大空间、舒适的座椅&底盘、5C 超充的便利性。因此, 首批用户的 NPS 后期不断提升, 并在 2025 年春节期间创新高 (部分由于充电网络布局及体验好, 缓解了春节期间大家非常担心的充电问题)。因此我们认为, i 系列作为纯电高端车系, 想立住高端纯电品牌形象和高端纯电份额市场, 超充桩是必要的。

图表 53：理想充电桩数量&MEGA 销量无明显关联



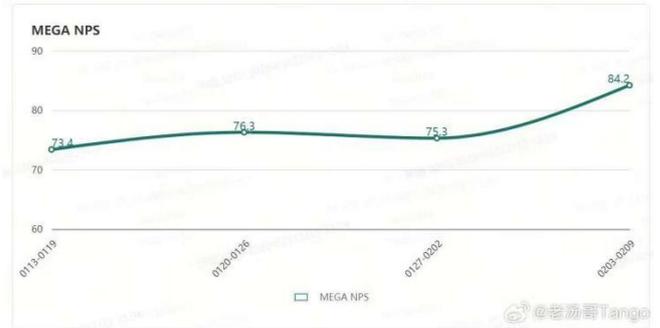
资料来源：理想汽车官方微信公众号，Marklines，华源证券研究所

图表 54：MEGA 首批交付用户 NPS 随时间逐步提升



资料来源：理想汽车产品线负责人“老汤哥Tango”微博，华源证券研究所

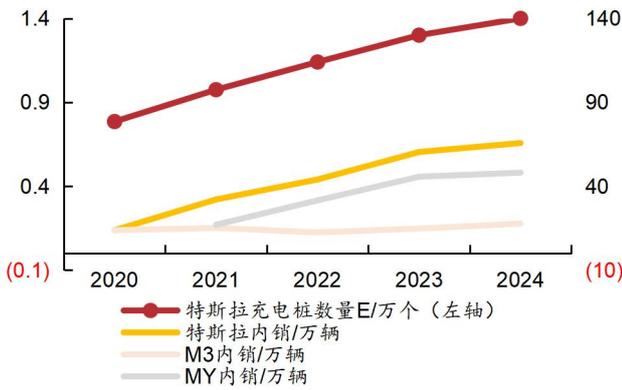
图表 55：2025 年 MEGA 春节期间 NPS 创新高



资料来源：理想汽车产品线负责人“老汤哥Tango”微博，华源证券研究所

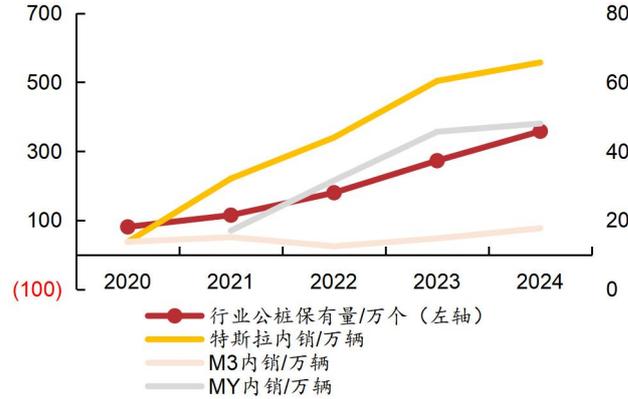
但 5C 超充并非高端纯电销售成功的充分条件。一方面，销量还与车型本身竞争力、市场环境等多重因素相关。比如，特斯拉内销与其自身充电桩数量有一定关联，但细分车型看，Model Y 内销与充电桩数量较相关，Model 3 内销与充电桩数量的相关性则不高，这可能是因为车型销量还与市场容量、竞争格局、车型竞争力等多重因素相关。蔚来亦是如此，其销量与充电桩及换电站数量有一定关联，但细分不同车型看差异较大。此外，小米汽车虽然并没有自建充电桩，但其自带流量及品牌势能，小米 SU7/YU7 依旧销售火爆。另一方面，车企自建/自营充电桩占全国公桩的比例仍然较低，因而部分车主依靠第三方充电桩或也能在一定程度上满足充电需求。综上所述，我们认为 5C 超充是理想汽车高端纯电销售成功的必要非充分条件。

图表 56: 特斯拉内销与自身充电桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与充电桩数量相关性不高



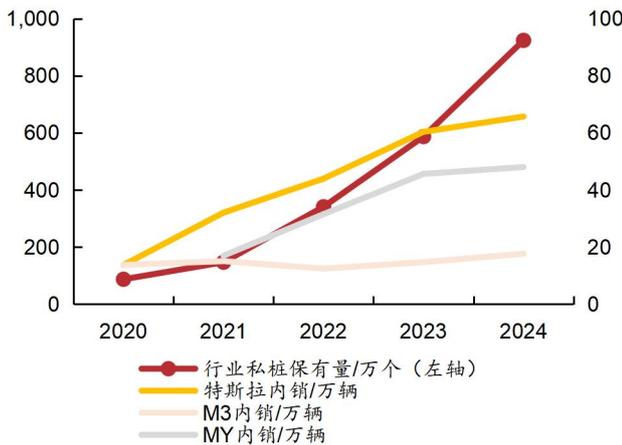
资料来源: 特斯拉官方微博, Marklines, 华源证券研究所 (因数据可得性问题, 2021~2024 年充电桩数据并非均为年底数据, 我们选取了公司披露的最接近年底的数据代替)

图表 57: 特斯拉内销与行业公桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与行业公桩数量相关性不高



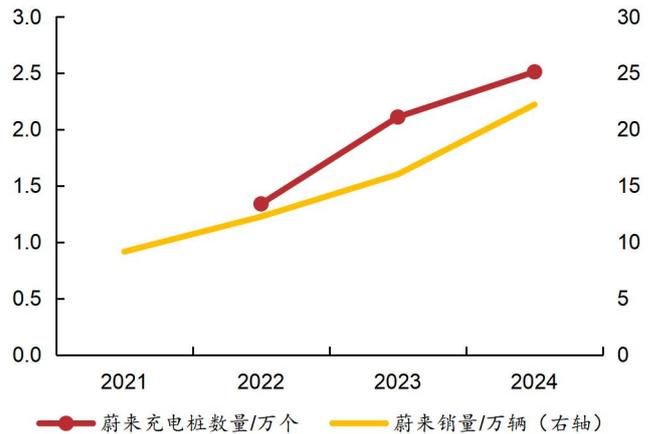
资料来源: Marklines, Wind, 华源证券研究所

图表 58: 特斯拉内销与行业私桩数量呈正相关关系, 但 Model 3 内销与行业私桩数量相关性不高



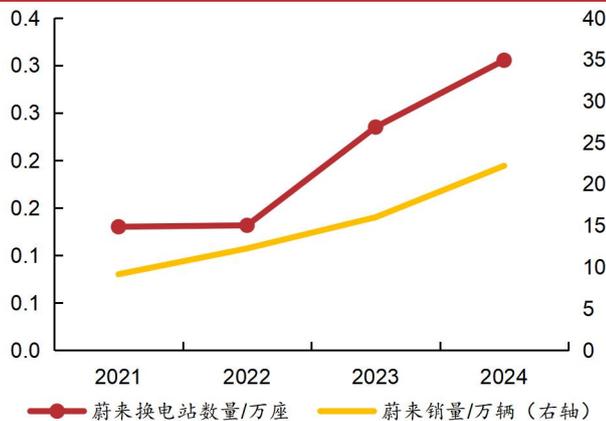
资料来源: Marklines, Wind, 华源证券研究所

图表 59: 蔚来销量与充电桩数量呈正相关关系



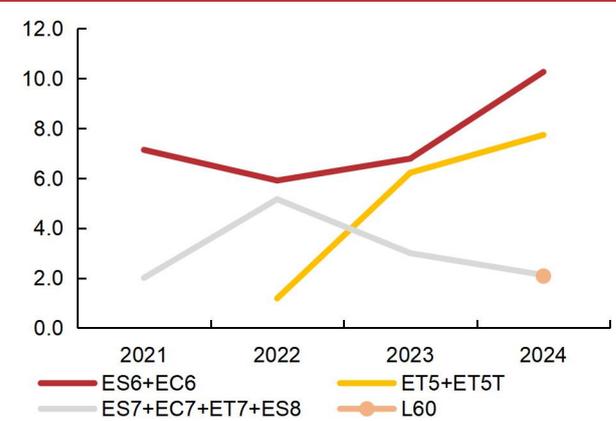
资料来源: 蔚来官方微信公众号, Marklines, 华源证券研究所

图表 60: 蔚来销量与换电站数量呈正相关关系



资料来源: 蔚来官方微信公众号, Marklines, 华源证券研究所

图表 61: 蔚来分车系销量走势有所分化 (万辆)



资料来源: Marklines, 华源证券研究所

3. 人工智能企业阶段：物理智能体模型开始交织，理想凭借高效的战略执行力有望逆袭

3.1. VLA 是解决物理智能体问题的通用范式，汽车预计是该模型可量产的最早载体

VLA 范式的创新在于多模态大语言模型的引入，因其具备强大的通用能力，有望成为解决物理智能体问题的通用范式。此前自动驾驶模型多为数据驱动范式，本质是模型进行模仿学习，但其“穷举+归纳”的弊端使模型发展面临瓶颈。VLA 以多模态大语言模型为底座，具备“理解万物”的通识能力，其高度的场景推理能力和泛化能力让模型在不同的应用场景中都能表现出色，展现出超越自动驾驶乃至机器人等单独垂域的应用潜力，有望应用于更广泛的智能设备。关于 VLA 及世界模型的解读可参考我们之前发布的报告《当自动驾驶与机器人共振：详解 VLA 与世界模型》。

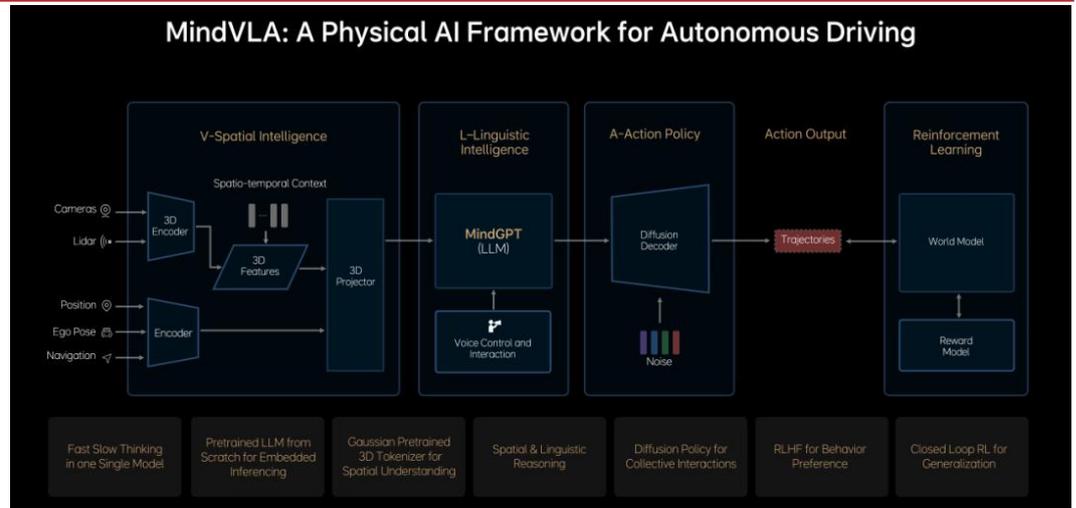
汽车预计是 VLA 模型可量产的最早载体。实现 VLA 需要数据量、端侧算力、模型算法、仿真环境均具备较高水平。对汽车而言，数据和端侧算力相对充足，模型算法与仿真环境真实性在技术发展的背景下效果逐渐优化，具体而言：1) 汽车数据保有量较多且易于搜集：① 车队保有量较高且存量数据可复用；② 汽车所面临的场景相对结构化、任务相对单一、底层硬件结构也较统一，因此相对容易构建数据闭环；2) 汽车端侧算力相对充足，Thor 系列等高端芯片基本满足模型端侧运行算力需求；3) 业内已通过多种技术提升模型能力：3D GS 方法有助于获取良好的 3D 中间表征、“稀疏注意力机制+动态记忆模块”有助于强化长时序记忆能力、“稀疏注意力机制、投机推理+并行解码”等方法有助于提高端侧计算效率等；4) 借助世界模型，仿真环境构建的真实性有望提升，从而有利于 VLA 模型实现闭环测试验证。因此，我们认为汽车 VLA 更多是一个工程化问题而非技术性问题，汽车有望成为 VLA 可量产的最早载体。目前国内元戎启行、理想、小鹏、小米等均在 VLA 模型理论层面有所进展，其中理想、小鹏的汽车 VLA 工程化落地较快。

3.2. 技术的跃迁是摆脱行业内卷的重要途径

大空间 SUV 赛道竞争加剧，而技术的跃迁是摆脱行业内卷的重要途径。当前理想汽车所深耕的大空间 SUV 市场竞争日趋激烈，各家汽车产品差异化程度逐步缩小（冰箱彩电大沙发等显而易见的竞争力可以被模仿），多家友商亦推出价格更低的产品与理想汽车竞争。我们认为技术的跃迁是摆脱行业内卷的重要途径，智能化作为技术进步的重要呈现载体或为下一阶段汽车实现差异化竞争的重点。对反内卷的诉求及人工智能行业快速发展的推动下，理想向人工智能企业转型。硬件层面，Thor 等大算力端侧芯片的推出使得 VLA 在车端落地成为可能；软件层面，Open AI 等公司推出的大语言模型表现超预期以及 VLA 范式对大语言模型能力的成功整合也提振了业内对 VLA 能实现 L3 甚至 L4 级别自动驾驶功能的信心。2024 年 12 月，为了反内卷及开拓更多成长空间，理想正式提出向人工智能企业转型，“AI 对于理想意味着未来的全部，理想要做的不是汽车的智能化，而是人工智能的汽车化”。理想通过 Mind VLA 打造技术底座，逐步落实成为 AI 企业的愿景。2025 年 3 月，理想汽车发布下一代自动

驾驶架构 Mind VLA（视觉-语言-行为大模型），其将空间智能、语言智能和行为智能统一在一个模型中。Mind VLA 计划 7 月与理想 i8 一同发布，8 月正式全量推送 AD Max 用户。

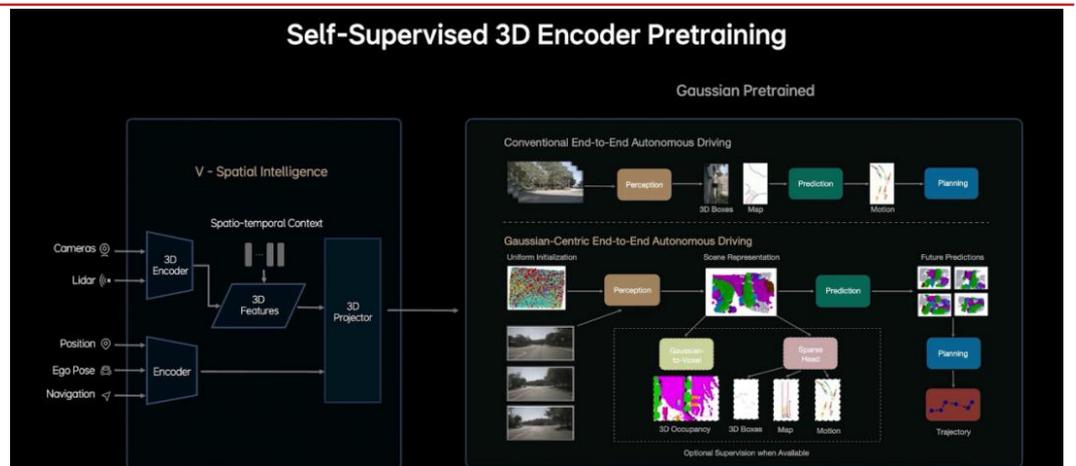
图表 62：理想 Mind VLA 架构统一了空间智能、语言智能和行为智能



资料来源：理想汽车官方微信公众号，华源证券研究所

理想 Mind VLA 的构建过程主要分为四步：第一步，感知世界。即输入多模态信息，通过 3D GS 算法获取优秀的 3D 表征，3D GS 最关键的能力是可以通过图片 RGB 进行自监督训练，使算法能够利用海量数据进行场景重建并得到优良的中间表征，该表征不仅具备出色的多尺度 3D 几何表达能力，同时也承载丰富的语义，能够极大地提升下游任务的性能。

图表 63：Mind VLA 第一步：通过 3D GS 算法获取优秀的 3D 表征

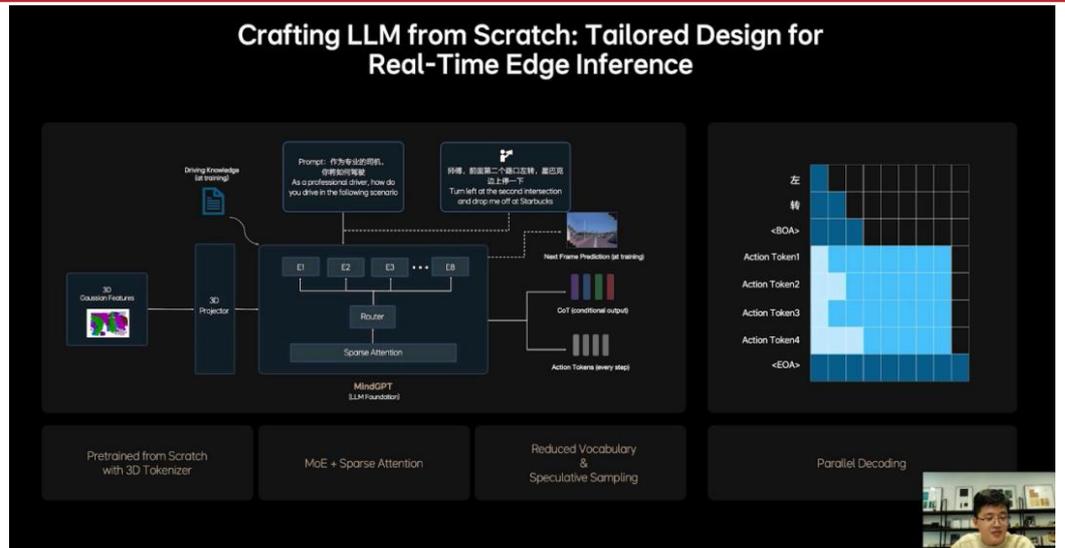


资料来源：GTC 2025 大会，华源证券研究所

第二步，训练推理模型。即将处理后的多模态信息，通过 3D 投影仪（对齐模块）统一映射至 LLM 模型的语义空间，然后利用其逻辑推理和空间理解能力，输出高维 action token。理想的 LLM 模型是从 0 设计和训练的适合 VLA 的基座模型，其融入大量 3D 数据以及和自动驾驶相关的图文数据并减少了文史类数据的比例，最终得到最佳的数据配比，提升了模型的 3D 空间理解能力和对底层硬件的利用能力。

为了进一步提升模型推理效率以增进其端侧工程化部署的能力，理想 Mind VLA 采用了稀疏化、小词表、投机推理、并行解码等方法。1) 通过 MoE 和 Sparse Attention 实现稀疏化：①采用 MoE 的架构，通过多个专家实现模型扩容，同时保证激活参量不会大幅度增加。②引入 Sparse Attention 等方法来进一步提升稀疏化率，从而提升端侧的推理效率。2) 采用小词表、投机推理、并行解码的方法压榨 Orin-X 和 Thor-U 的性能：①针对 CoT 过程，采用小词表和投机推理，大幅提升 CoT 的效率。②针对 action token 的推理，采用创新性的并行解码方法，即在同一个阐述方法模型中加入两种推理模式，语言逻辑的推理通过因果注意力机制逐字输出，而 action token 则采用双向注意力机制一次性全部输出。

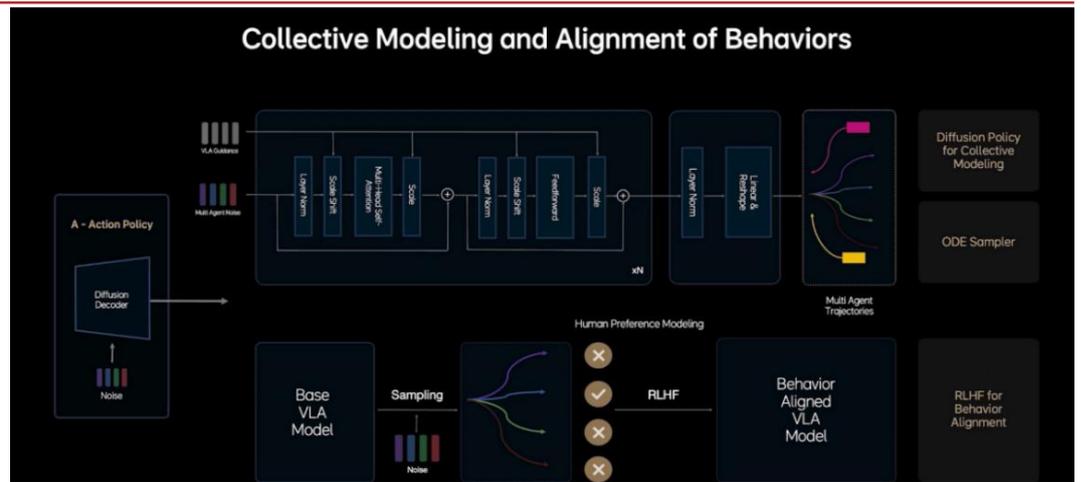
图表 64: Mind VLA 第二步：利用 LLM 的逻辑推理等能力，输出 action token



资料来源：GTC 2025 大会，华源证券研究所

第三步, 输出结果。即利用 diffusion 将 LLM 输出的 action token 解码成最终的驾驶轨迹。diffusion 通过自车行为生成和他车轨迹预测的联合建模，提升了模型在复杂交通环境中的博弈能力。diffusion 还可以根据外部条件，例如风格指令，动态调整生成结果。此外，为解决 diffusion 模型生成效率低的问题，Mind VLA 采用 Ordinary Differential Equation (常微分方程) 采样器加速该过程，从而 2-3 步便能完成高质量轨迹的生成。

图表 65: Mind VLA 第三步: 利用 diffusion 将 action token 解码成最终驾驶轨迹



资料来源: GTC 2025 大会, 华源证券研究所

第四步, 模型的后训练。通过 RLHF 和强化学习, 使模型进一步对齐人类价值观并进一步超越人类驾驶水平。1) 通过 RLHF (基于人类反馈的强化学习) 使模型更好地对齐人类驾驶行为。为解决长尾工况下 VLA 仍然存在的不符合人类价值观的问题, 理想通过筛选大量接管数据建立人类偏好数据集, 并且应用 RLHF 微调模型的采样过程, 使模型能够从偏好数据中学习和对齐人类驾驶行为, 从而显著提升安全下限。2) 将模型放置到世界模型构建的云端虚拟场景中进行强化学习, 从而令其达到甚至超越人类专家的水平。强化学习旨在让智能体与环境不断交互, 通过尝试不同的行动来最大化累积的奖励, 从而改善模型性能和奖励函数。优秀的仿真模拟器对于实现模型强化学习至关重要, Mind VLA 基于自研的重建+生成云端统一世界模型, 深度融合重建模型的三维场景还原能力、以及生成模型的新视角补全及未见视角预测能力, 构建了接近真实世界的仿真环境, 并实现了大规模闭环的强化学习。

图表 66: Mind VLA 第四步: 通过 RLHF 及 RL 进行模型后训练



资料来源: 理想汽车 AI talk 第二季, 华源证券研究所

Mind VLA 有望提升汽车的基础驾驶能力, MPI 及车位到车位的智驾体验将不断优化。理想此前通过 VLM+端到端双系统架构实现了 MPI 从几十公里至超过 100 公里的提升; 并借助 VLM 的通识能力, 实现了不依赖于地图或先验信息的全国 ETC 自由通行、全国潮汐和可变车道的自由通行、在待转区及待行区的自主进出、以及在坑洼、积雪、积水的自动减速。

VLA 实现了双系统的整合，从而模型可以较好地进行整体的联合训练和优化，因此我们预计 Mind VLA 赋能下的辅助驾驶将具备更优的 MPI 及车位到车位的智驾体验。

进一步，Mind VLA 还将为用户带来全新的产品形态和产品体验，Mind VLA 赋能的汽车是听得懂、看得见、找得到的专职司机。1) “听得懂”即交互式智驾功能，用户可以通过语音指令改变车辆的路线和行为。例如用户可以通过对理想同学下达语音指令，从而改变车辆的行驶速度、行驶路线。2) “看得见”即看图找位置功能，用户可以拍摄照片发送给车辆，车辆能搜寻照片中的位置并自动找到用户。Mind VLA 强大的通识能力使其不仅能识别不同商店的招牌，还能根据照片搜寻对应位置。3) “找得到”即车辆可以自主地在地库、园区和公共道路上漫游，从而找到目的地。典型场景如用户让车辆在商场地库自行寻找车位并停下，整个过程不依赖地图或导航信息，而是完全依赖 Mind VLA 的空间理解和逻辑推理能力。

图表 67: Mind VLA 有望为用户带来全新的产品形态和产品体验



资料来源: GTC 2025 大会, 华源证券研究所

短期看，VLA 有望带来公司汽车销量的提升及市场竞争格局的变化。消费者对智驾体验的提升非线性，小的边际变化如今已经很难激起千层浪，因此 MPI 及车位到车位体验的优化对消费者的边际效用逐步递减。唯有推出全新的、有价值的功能，才能抢占消费者的心智。而 VLA 赋能下的辅助驾驶新功能有望为消费者带来显著差异化的智驾体验，率先推出相关功能的车企有望把握窗口期、进而提升销量。**长期看，由于 VLA 具备成为广义具身智能基础模型的潜力，公司业务结构及商业模式或迎新变化。**届时 VLA 可能会在除汽车外的各种终端上落地，产品的交互形式有较大想象空间，公司商业模式也可能迎来新的变化。

3.3. 理想智驾逆袭的核心在于高效的战略执行力

当智能驾驶模型范式迈向多模态、强化学习等方向，智驾的成功不再是仅依赖资金投入或者鞭策供应商就能达成，而是企业家认知、工程&产品能力、组织执行力三位一体共同作用的结果。理想作为智驾后来者能够逆袭的核心原因也正在于此。

图表 68：人工智能时代智驾的成功是企业家认知、组织执行力、工程&产品能力三位一体共同作用的结果



资料来源：华源证券研究所绘制

3.3.1. 企业家的认知决定了智驾战略方向的成败

企业家认知决定了公司智能驾驶方向选择、投入时机把握的准确与否，也决定了公司智驾投入的果断程度以及战略倾斜度。智能驾驶模型的复杂化以及汽车、机器人等物理智能体模型的交织，对公司管理层的 AI 认知提出了更大的考验：其需要判断未来 AI 及智能驾驶模型的演进路线及落地时间、大幅进行投资的时间点、对 AI 及智能化投入的优先级、AI 时代组织架构的构成等。若无清晰的认知，公司有可能误判未来的方向及投入的时机；并且由于 AI 时代对云端算力等需求的提升也导致了大额资金投入的要求，若非对技术路径选择较为笃定，公司对智能驾驶及 AI 投入的果断程度和战略倾斜度可能都会有限。

通过李想本身对于 AI 领域的公开发言，我们认为李想对 AI 的认知已经处于同类车企创始人中的领先水平，或能够在恰当的时间做出较好的智驾决策。据理想 AI Talk 访谈，2024 年年初李想便主动让智驾团队去美国体验 FSD V12，并说服团队做端到端而非一直做解决不完的 corner case。此外，Open AI 的 o1 推出前，李想便让团队将更多精力放在模型后训练，而非仅在基座模型训练上。实际上 o1 发布后的大模型训练范式与李想此前的判断一致。李想对 AI 的较深刻认知也与其快速学习能力密不可分：李想每周都会参加四到五次 AI 会议，从中学习最新的论文以及不同团队关于 AI 的最佳实践，以此对各领域的 AI 前沿知识有所了解。

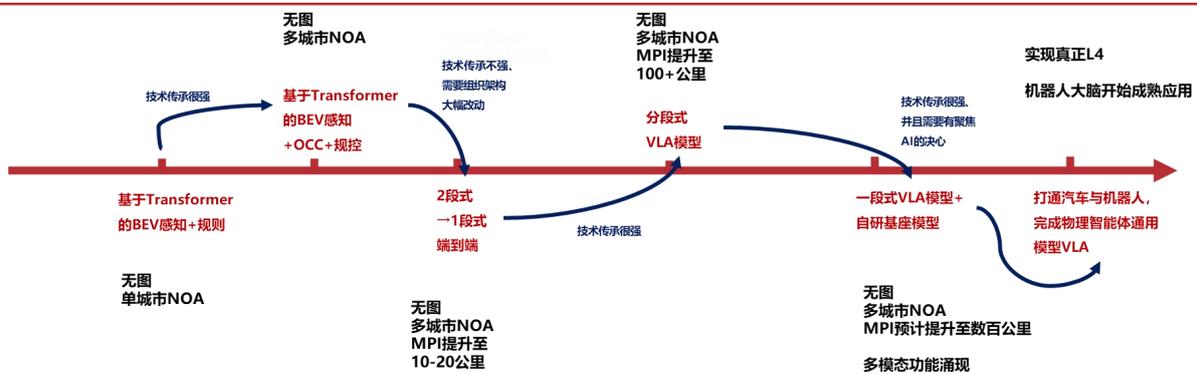
基于李想对 AI 的较高维认知，理想汽车对智能化投入的果断程度及战略倾斜度均较高。例如，2024 年 12 月，理想便正式提出公司是一家人工智能企业而非简单的汽车企业，AI 对理想而言意味着未来的全部。根据 2024 年 12 月的 AI TALK，李想指出公司一年约 100 亿元的研发投入中，有接近一半投在人工智能领域。哪怕出现资源有限的情形，李想也倾向于不减少智能驾驶和理想同学的投入，而优先减少其他领域的投入。此外，2024 年的组织人员调整中，新成立的“端到端小组”以及理想同学手机端应用开发条线的员工几乎没有受到波及，侧面印证了李想对 AI 战略的重视程度。

3.3.2. 强大工程和产品能力是理想智驾商业化的坚实基础

VLA 技术的落地及大规模商业化在当前阶段需要公司具备较强的工程能力和产品能力。其中工程能力表现为算力、算法、数据等构建数据闭环的核心能力，除去软硬件技术能力以外，由于 VLA 的研发需要大规模的资金投入，理想坚实的财务实力也为其工程部署提供了重要支撑。此外，当前阶段 VLA 作为一种划时代的领先技术范式，广泛的营销宣传也是其快速、大规模商业化的关键一环。我们认为，当前理想在工程和产品两端都表现出色，中短期看，其领先的工程硬实力+产品定义能力或将快速推动 VLA 模型上车并引领行业、消费者对于智能化认知的改变；长期来看，理想汽车有望在此过程中将底层技术进步、工程能力提升内化为企业综合能力升维，在组织架构、执行效率、企业文化等方面都获得进化，加速其向优秀人工智能企业转型过程。

算法层面，理想汽车 VLA 研究布局较早，且具有较好的技术连续性。一方面，理想自 2021 年便开始研发基础辅助驾驶功能，先后经历了 NPN、无图 NOA、“E2E+VLM”双系统阶段，2025 年 3 月，理想汽车发布下一代自动驾驶架构 Mind VLA，并计划 7 月与理想 i8 一同发布，理想 VLA 的实现经历了智驾完整的发展历程，其团队清晰地理解智驾 Know-How，相较于从模块化算法或“伪端到端”直接过渡到 VLA 的企业有更好的技术连续性。另一方面理想 VLA 的研究布局也较早，《Street Gaussians: Modeling Dynamic Urban Scenes with Gaussian Splatting》(Yunzhi Yan 等撰写)、《BEV-TSR: Text-Scene Retrieval in BEV Space for Autonomous Driving》(Tao Tang 等撰写)等相关工作论文在 2024 年 1 月初即发布，理论上其技术研究时间或更早。

图表 69：理想汽车布局 VLA 的技术传承性较强



资料来源：GTC 2025, 华源证券研究所

算力层面，理想端、云算力都位于智驾第一梯队。云端算力对于模型的训练和进化至关重要，更多的云端算力可以更好地训练智驾大模型，即可以处理更多的多模态数据、构建更好的虚拟训练场景，另一方面还可以加速智驾模型的迭代效率，截至 2024 年 12 月，理想云端算力达 8.1 EFLOPS，与华为、小鹏等智驾领先的主机厂相近，能够较好地支撑其 VLA 模型云端训练需求。端侧算力层面理想 AD MAX 新一代智驾系统芯片已经由英伟达 Orin-X 升级为 Thor 系列，单片 Thor-U 算力约为 700 TOPS，是当前综合性能较为领先的车端智驾芯片，相较于 Orin-X 单芯片最高 254 TOPS 的算力有大幅提升，也能够较好地支持 VLA 模型在端侧的部署。

图表 70：理想汽车云端算力与华为、小鹏等智驾领先的主机厂相近

	日期	总算力
理想	2024 年 12 月	8.1 EFLOPS
小鹏	2025 年 6 月	10 EFLOPS
华为	2024 年 10 月	7.5 EFLOPS
小米	2025 年 3 月	11.45 EFLOPS (8.1 EFLOPS, 2024 年 11 月)
特斯拉	2024 年 9 月	67.5 EFLOPS (预计 2024 年 10 月底 88.5EFLOPS)

资料来源：各车企官方微信公众号，36 氪汽车微信公众号，华源证券研究所

数据层面，理想的真实数据累计里程及云端虚拟数据合成方法均具备竞争优势。数据是算法迭代的养料，数据的质量决定了模型性能的上限，在自动驾驶领域，更多的汽车销量和更高的智驾里程数据意味着更多的真实数据，截至 2025 年 6 月理想汽车累计销量已达 133+ 万台，智能驾驶累计行驶里程已超过 30 亿公里，其在销量和智驾里程上相较于大多数友商都具备竞争优势。同时，理想在云端虚拟数据合成中，其方法论也领先绝大多数友商，先后发表了《DiVE: DiT-based Video Generation with Enhanced Control》(Junpeng Jiang 等撰写)、《OLiDM: Object-aware LiDAR Diffusion Models for Autonomous Driving》(Tianyi Yan 等撰写)等相关工作论文，利用世界模型方案进行图像、视频、点云数据生成，较好地弥补了车端真实数据的不足。

图表 71：理想汽车上市以来累计销量较高（单位：万辆）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	截至 2025H1 累计销量
理想	3.3	9.0	13.3	37.6	50.1	20.4	133.7
小鹏	2.7	9.8	12.1	14.2	19.0	19.7	78.8
鸿蒙智行		0.04	7.8	10.4	45.3	20.8	84.4
小米					14.0	15.8	29.8
特斯拉中国-内销	13.7	32.1	44.0	60.4	65.7	26.3	242.2

资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 72：理想汽车智能驾驶累计里程数具备竞争优势

	截至日期	智能驾驶累计里程	24 年新增智能驾驶里程	智驾模型训练数	智能驾驶累计用户数
理想	2025 年 2 月	34.2 亿公里	17.2 亿公里	1000 万 Clips	110.9 万人 (截止 2024 年底)
小鹏	2025 年 4 月			用于训练基座模型的视频数据量高达 2000 万 clips, 今年将增加到 2 亿 clips	
鸿蒙智行			12 亿公里		
小米	2024 年 12 月	1 亿公里		300 万 Clips (2024 年 11 月)、1000 万 Clips (2025 年 7 月)	
特斯拉 FSD	2025 年 3 月	36 亿英里 (57.9 亿公里)	21.6 亿英里 (34.8 亿公里)		

资料来源：各车企官方微信公众号，小鹏汽车官网，Tesla AI X 账号，华源证券研究所

现金流层面，理想现金储备较充足，智驾研发投入较大。根据理想 AI Talk，理想汽车目前 100 亿的研发投入中，有接近一半投向人工智能领域，目前公司每年在算力方向的投入就已超过 10 亿人民币。截至 2025 年 3 月 31 日，公司现金及现金等价物达 532 亿元人民币，充足的现金储备将持续支撑公司的研发进程。**理想的营销宣传亦将助力 VLA 范式影响力扩大，**从 GTC 大会公开演讲、多篇公开论文的发表，再到多场 AI TALK 展现李想本人对 VLA 技术、

智驾甚至具身智能的思考，理想对于 VLA 的宣传正潜移默化地改变行业对于智驾的认知以及消费者心智，长期来看其营销软实力或将较好地作用于 VLA 范式的扩散以及本身销量增长。

图表 73：理想汽车现金储备较充足

	日期	现金及现金等价物	备注
理想	2025.3.31	532 亿元人民币	
小鹏	2025.3.31	178 亿元人民币	
小米	2025.3.31	862 亿元人民币	
特斯拉	2025.3.31	173 亿美元 (1259 亿元人民币)	包含受限制现金

资料来源：各公司财报，华源证券研究所（美元：人民币汇率按照：7.3：1 测算）

3.3.3. 组织执行力决定了智驾战略的最终落地效果

组织架构以及组织执行力决定了智驾战略的最终落地效果。李想精力向 AI 转移、公司组建更适合 AI 发展的组织架构、并招募更多优秀的人才，从而保障智驾及 AI 战略的稳步落地。

1、李想精力向 AI 转移，有望提升公司在人工智能层面的整体战略执行力。2025 年农历新年后，总裁马东辉担任智能汽车战略负责人，为智能汽车领先战略的规划和落地负责，并且担任“产供销联席会”主任（原为李想担任）。李想依然是产供销联席会成员，会参与汽车相关业务决策，但精力向 AI 转移。**2、理想在 AI 领域的组织架构向更具执行力的方向转变。**1) 设立 AI 技术委员会：2024 年 1 月，理想决定设立 AI 技术委员会，其职责几乎覆盖理想所有与人工智能相关的事务。通过该委员会，理想有望在公司层面整合 AI 相关能力，推动技术与产品的协同落地，形成体系化的竞争优势。并且各部门也将加强在研发上的合作，找到更多 AI 落地场景和协同增长机会。2) 对基座模型自研的重视度提高：2025 年，原空间 AI 负责人陈伟调任系统与计算群组下设的基座模型部门，担任部门负责人，主导基座模型自研。这意味着理想的基座模型不再只是服务于特定业务的工具，而是升级为服务公司各类横向业务的核心能力，为所有业务线的 AI 项目提供支持。**3、理想招募更多优秀 AI 人才以赋能组织的成长。**1) 2025 年 2 月，理想汽车发布基座模型人才专项招聘，并称该部门是公司人工智能战略的核心支撑团队。2) 为加速芯片后续的自研工作，2025 年五一假期后，公司新入职一位具备丰富行业经验的 22 级的高管，向 CTO 谢炎直接汇报。

4. 盈利预测与评级

考虑到 2025 年 7 月、9 月公司将分别推出 i8、i6 两款纯电新车，我们假设公司 2025-2027 年汽车销量分别为 50.9/66.0/73.9 万辆，2025-2027 年营业总收入分别为 1448.6/1946.7/2233.8 亿元。我们预计同级别纯电车型毛利率低于增程车型，并且假设公司 2025-2027 年汽车销售毛利率分别为 19.6%/19.2%/19.3%，总体毛利率分别为 20.4%/20.2%/20.5%。

图表 74：公司分业务营业收入预测（单位：亿元、万辆）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1444.6	1448.6	1946.7	2233.8
YoY		0.3%	34.4%	14.7%
总毛利率	20.5%	20.4%	20.2%	20.5%
1、车辆销售业务				
车辆销售收入	1385.4	1378.3	1833.5	2069.2
YoY		-0.5%	33.0%	12.9%
汽车销量	50.1	50.9	66.0	73.9
YoY		1.8%	29.5%	12.0%
车辆销售毛利率	19.8%	19.6%	19.2%	19.3%
2、其他销售和服务业务				
其他销售和服务收入	59.2	70.3	113.2	164.6
YoY		18.7%	61.0%	45.3%
其他销售和服务毛利率	37.8%	35.6%	35.7%	35.8%

资料来源：Wind，华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年 non-GAAP 归母净利润分别为 92/156/190 亿元，同比增速分别为 -14%/+70%/+22%，当前股价对应 PE 分别为 25/15/12 倍。尽管公司向人工智能企业转型，但目前其收入及利润大部分仍来源于汽车销售业务，因此我们选取比亚迪、赛力斯为可比公司，两家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 27.0x。积攒的品牌力、优秀的产品定义水平及潜在的领先 AI 能力加持下，理想汽车销量有望实现稳中有升，前瞻的 AI 布局及高效的战略执行力亦将拓宽公司的成长天花板，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 75：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	EPS			PE		
		2025/7/25	2025/7/25	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002594.SZ	比亚迪	337.9	18,568	10.0	12.3	14.9	33.9	27.5	22.7
601127.SH	赛力斯	129.2	2,110	6.4	8.2	9.9	20.2	15.7	13.1
	均值			8.2	10.2	12.4	27.0	21.6	17.9
2015.HK	理想汽车-W	106.8	2,285	4.3	7.3	8.9	24.9	14.6	12.0

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价单位为人民币元，总市值单位为人民币亿元，EPS 单位为元/股（理想汽车-W 为 non-GAAP 口径），比亚迪、赛力斯盈利预测来自 Wind 一致预期，理想汽车-W 盈利预测来自华源证券研究所，汇率按港币：人民币=1：0.91 换算

5. 风险提示

- 1、行业景气度不及预期风险：部分地区暂停汽车置换补贴或影响终端需求，激烈的行业价格竞争亦可能导致消费者的持续观望，汽车行业销量可能不及预期。
- 2、竞争格局恶化风险：公司增程产品所在细分赛道目前处于存量竞争阶段，问界、小米两个强势品牌后续新车/改款车型的推出可能会对理想汽车同级别产品产生较大冲击。
- 3、新车销量不及预期风险：i8 的潜在换购需求可能不及预期，其月销存在低于 5 千辆的风险；i6 仍有可能受到小米 YU7 等强势竞品的冲击，月销可能不及预期。

4、技术研发或落地不及预期风险：VLA 大模型的上车进展及实际效果可能不及预期，从而导致公司产品竞争力弱化，进一步对销量产生一定负面影响；公司前瞻的 AI 技术研发进展可能低于预期，从而影响其长期成长空间。

5、跨市场选取可比公司的风险：2024 年 12 月理想正式提出向人工智能企业转型，但由于其收入及利润来源目前主要仍为汽车销售，因此我们选取了汽车整车企业作为可比公司，这可能会导致公司合理估值水平有偏。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。