

## 理想汽车-W(2015.HK)

## 削减SKU、加快产品迭代，直面新竞争

## 推荐（维持）

股价：88.15元（港币）

## 主要数据

|             |                |
|-------------|----------------|
| 行业          | 汽车             |
| 公司网址        | ir.lixiang.com |
| 大股东/持股      |                |
| 实际控制人       | 李想             |
| 总股本(百万股)    | 2140.88        |
| 流通A股(百万股)   |                |
| 流通B/H股(百万股) |                |
| 总市值(亿元)     | 1722.38        |
| 流通A股市值(亿元)  |                |
| 每股净资产(元)    | 34.16          |
| 资产负债率(%)    | 54.35          |

## 行情走势图



## 证券分析师

|     |   |
|-----|---|
| 王德安 | 投资咨询资格编号<br>S1060511010006<br>BQV509<br>WANGDEAN02@pingan.com.cn    |
| 王跟海 | 投资咨询资格编号<br>S1060523080001<br>BVG944<br>WANGGENHAI964@pingan.com.cn |

## 事项：

公司发布 2025 年二季度业绩报告，二季度公司实现营业收入 302 亿元，同环比分别增长-4.5%/16.7%，净利润达到 11 亿元，同环比分别增长-0.4%/69.6%。

## 平安观点：

- 二季度业绩符合预期，毛利率维持稳定，但三季度交付指引低于预期。根据公司披露，2025 年二季度公司交付量为 11.1 万台，同环比分别增长 2.3%/19.6%。营收方面，二季度公司汽车销售收入达到 289 亿元，同环比分别增长-4.7%/17.0%，对应单车 ASP 为 26.0 万元，同环比分别下降 1.9 万/0.6 万元。毛利率方面，公司二季度汽车业务毛利率达到 19.4%，同环比分别增长 0.7/-0.3 个百分点，毛利率保持相对稳定。公司给出的三季度交付指引为 9.0~9.5 万台，其中 7 月交付量为 3.1 万台，对应 8、9 月份的平均月交付量在 3.0~3.2 万台，其中还包括到 9 月底累计交付的 8000~10000 台的 i8（i8 从 8 月 20 日开启交付），一定程度上反映出公司在新的竞争形势下，L 系列的销量压力加大。
- 费用端同比下降，二季度营业利润有改善。公司财报显示，二季度公司各项费用实现同比下降，其中研发费用 28.1 亿元，同比下降 7.2%，销售管理费用 27.2 亿元，同比下降 3.5%，体现出公司在费用管控方面的成效以及经营效率提升。由于毛利端维持稳定，费用端同比下降，二季度公司经营利润达到 8.3 亿元，同环比分别增长 76.7%/204.4%。
- 后续将削减单款车型 SKU 数量，产品迭代加速以应对新的竞争形势。理想 i8 上市不久后便更改了配置策略，目前 i8 仅有一款配置，同时保留了客户选装的灵活性。从理想 i8 开始，公司后续新车将削减单款车型的 SKU 数量，公司在业绩会中表示，后续新品会减少 SKU 数量，回归理想 ONE 和 L9 时代。此外我们在此前的研究报告（2025 年 8 月发布的《理想汽车：销量暂承压，敏捷应变能力下纯电赛道依然可期》）中指出，2025 年 L 系列的产品升级力度是低于预期的，针对 L 系列的后续升级，公司在业绩会中表示在技术平台和产品更新上会加快迭代速度。

|           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 123851 | 144460 | 127787 | 175766 | 212562 |
| YOY(%)    | 173.5  | 16.6   | -11.5  | 37.5   | 20.9   |
| 净利润(百万元)  | 11704  | 8032   | 4991   | 9497   | 13368  |
| YOY(%)    | 681.7  | -31.4  | -37.9  | 90.3   | 40.8   |
| 毛利率(%)    | 22.2   | 20.5   | 20.3   | 20.2   | 20.3   |
| 净利率(%)    | 9.5    | 5.6    | 3.9    | 5.4    | 6.3    |
| ROE(%)    | 19.5   | 11.3   | 6.6    | 11.1   | 13.5   |
| EPS(摊薄/元) | 5.47   | 3.75   | 2.33   | 4.44   | 6.24   |
| P/E(倍)    | 14.7   | 21.4   | 34.5   | 18.1   | 12.9   |
| P/B(倍)    | 2.9    | 2.4    | 2.3    | 2.0    | 1.7    |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **公司基础能力强，容错空间大，纯电赛道依然可期。**公司在 2025 年可能会面临较大业绩成长压力，但同时我们认为公司的很多基础能力依然领先。首先，在高端化以及盈利质量上，公司的单车 ASP 达到 26 万元，在销量承压的情况下毛利率依然保持在 20%左右；第二，2025 年公司在高端纯电赛道实现了阶段性的突破，MEGA 已经成为 50 万以上纯电车型的第一名，月销量稳定在 3000 台左右；第三，公司在纯电补能网络建设上，理想的超充站数量已经超过 3100 座，而根据易车榜统计的部分新能源品牌自建补能网络数据，理想汽车位于目前车企自建高速超充站数量的第一名，这为公司在纯电赛道取得成功奠定了基础；第四，在智驾、AI 领域，公司目前自研的 VLA 司机大模型以及理想同学智能体有望进一步强化公司在智能化领域的优势。
- **盈利预测与投资建议：**公司销量主力 L 系列在 2025 年的销量承压，结合公司的业绩情况以及销量指引，我们调整公司 2025~2027 净利润预测为 50 亿/95 亿/134 亿元（原净利润预测为 77 亿/121 亿/170 亿元）。公司面临的竞争加剧，为此公司后续将通过削减 SKU、加快产品迭代等措施应对新的竞争形势，公司短期内销量有一定压力，但我们认为公司的各项基础能力处于行业头部梯队，通过后续产品换新有望重回增长，同时公司近期估值已有调整，我们依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) i8、i6 销量可能不达预期，进而影响到公司在纯电领域的成长性；2) 多家车企将推出中大型混动 SUV，公司 L 系列的销量承压，导致公司盈利能力出现下滑；3) L 系列后续改款升级可能依然不达预期；4) 公司在 AI 领域保持较高的投入，但短期内可能无法对公司新车销量带来明显的正向贡献。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 65908         | 79965         | 97759         | 117363        |
| 应收账款           | 135           | 135           | 185           | 224           |
| 预付款项、现金及其他     | 5177          | 4577          | 6295          | 7613          |
| 其他应收款          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 存货             | 8186          | 11178         | 15389         | 18580         |
| 其他流动资产         | 46905         | 34895         | 47996         | 58044         |
| <b>流动资产总计</b>  | <b>126310</b> | <b>130748</b> | <b>167624</b> | <b>201824</b> |
| 长期股权投资         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产           | 21141         | 19726         | 20278         | 20891         |
| 在建工程           | 0             | 2250          | 2750          | 3250          |
| 无形资产           | 9239          | 7699          | 6159          | 4619          |
| 长期待摊费用         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动资产        | 5659          | 5659          | 5659          | 5659          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>36039</b>  | <b>35335</b>  | <b>34847</b>  | <b>34419</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>162349</b> | <b>166083</b> | <b>202472</b> | <b>236243</b> |
| 短期借款           | 281           | 201           | 222           | 21            |
| 应付账款           | 53596         | 52780         | 72667         | 87734         |
| 其他流动负债         | 15339         | 15779         | 21683         | 26201         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>69216</b>  | <b>68760</b>  | <b>94572</b>  | <b>113956</b> |
| 长期借款           | 8152          | 7351          | 8431          | 9451          |
| 其他非流动负债        | 13661         | 13661         | 13661         | 13661         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>21813</b>  | <b>21012</b>  | <b>22092</b>  | <b>23112</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>91029</b>  | <b>89772</b>  | <b>116664</b> | <b>137068</b> |
| 股本             | 1             | 1             | 1             | 1             |
| 储备             | 71045         | 71045         | 71045         | 71045         |
| 留存收益           | -172          | 4819          | 14316         | 27683         |
| 归属于母公司股东权益     | 70875         | 75866         | 85362         | 98730         |
| 归属于非控制股东权益     | 445           | 445           | 445           | 445           |
| <b>权益合计</b>    | <b>71320</b>  | <b>76311</b>  | <b>85808</b>  | <b>99175</b>  |
| <b>负债和权益合计</b> | <b>162349</b> | <b>166083</b> | <b>202472</b> | <b>236243</b> |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度            | 2024A         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润          | 8045          | 4991         | 9497         | 13368        |
| 折旧与摊销           | 3505          | 5204         | 5988         | 6928         |
| 财务费用            | 188           | -1808        | -2236        | -2681        |
| 其他经营资金          | 4195          | 9243         | 6709         | 4990         |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>15933</b>  | <b>17630</b> | <b>19957</b> | <b>22604</b> |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-41137</b> | <b>-4500</b> | <b>-5500</b> | <b>-6500</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-416</b>   | <b>927</b>   | <b>3337</b>  | <b>3500</b>  |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-25422</b> | <b>14057</b> | <b>17794</b> | <b>19604</b> |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

| 会计年度       | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额        | 144460 | 127787 | 175766 | 212562 |
| 销售成本       | 114804 | 101903 | 140297 | 169388 |
| 其他费用       | 11566  | 10900  | 13350  | 15250  |
| 销售费用       | 4982   | 4945   | 5932   | 6696   |
| 管理费用       | 6089   | 6044   | 7250   | 8184   |
| 财务费用       | 188    | -1808  | -2236  | -2681  |
| 其他经营损益     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动损益   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润       | 7019   | 3995   | 8936   | 13045  |
| 其他非经营损益    | 2484   | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润       | 9316   | 5803   | 11172  | 15727  |
| 所得税        | 1270   | 812    | 1676   | 2359   |
| 税后利润       | 8045   | 4991   | 9497   | 13368  |
| 归属于非控制股东利润 | 13     | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司股东利润 | 8032   | 4991   | 9497   | 13368  |
| EBITDA     | 12561  | 9199   | 14924  | 19973  |
| NOPLAT     | 17289  | 3436   | 7596   | 11089  |
| EPS(元)     | 3.75   | 2.33   | 4.44   | 6.24   |

主要财务比率

| 会计年度          | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>   |        |       |       |       |
| 营收额增长率(%)     | 16.6   | -11.5 | 37.5  | 20.9  |
| EBIT 增长率(%)   | -9.8   | -58.0 | 123.7 | 46.0  |
| EBITDA 增长率(%) | 1.8    | -26.8 | 62.2  | 33.8  |
| 税后利润增长率(%)    | -31.9  | -38.0 | 90.3  | 40.8  |
| <b>盈利能力</b>   |        |       |       |       |
| 毛利率(%)        | 20.5   | 20.3  | 20.2  | 20.3  |
| 净利率(%)        | 5.6    | 3.9   | 5.4   | 6.3   |
| ROE(%)        | 11.3   | 6.6   | 11.1  | 13.5  |
| ROA(%)        | 4.9    | 3.0   | 4.7   | 5.7   |
| ROIC(%)       | -179.2 | 12.1  | 45.5  | 77.7  |
| <b>估值倍数</b>   |        |       |       |       |
| P/E           | 21.4   | 34.5  | 18.1  | 12.9  |
| P/S           | 1.2    | 1.3   | 1.0   | 0.8   |
| P/B           | 2.4    | 2.3   | 2.0   | 1.7   |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层