

2025Q2 毛利保持韧性 VLA 规模化部署在即

2025 年 08 月 30 日



分析师: 崔琰

执业证号: S0100523110002

邮箱: cuiyan@glms.com.cn

分析师: 乔木

执业证号: S0100524100002

邮箱: qiaomu@glms.com.cn

➤ **事件:** 公司发布 2025Q2 财报: 2025Q2 实现单季营收 302.5 亿元, 同环比分别为 -4.5%/+16.7%。2025Q2 销量约为 11.1 万辆, 同环比分别为 +2.3%/+19.6%; 2025Q2 汽车业务毛利率为 19.4%, 同环比分别为 +0.7pct/-0.3pct。2025Q2 归母净利润为 10.9 亿元, 同环比分别为 -0.8%/+68.0%。2025Q2 non-GAAP 归母净利润为 14.6 亿元, 同环比分别为 -2.7%/+43.8%。

➤ **营收短期承压 毛利韧性凸显**

营收端: 2025Q2 公司总营收为 302.5 亿元, 同比/环比分别为 -4.5%/+16.7%; 其中 2025Q2 汽车业务收入约为 288.9 亿元, 同比/环比分别为 -4.7%/+17.0%。同比下降主要由于产品组合变化、向客户提供的利息补贴以及销售激励措施增加所导致的平均售价降低。环比上升主要由于汽车交付量增加。整体 ASP 由 2025Q1 的 26.6 万元下降至 26.0 万元。交付量方面, 2025Q2 共计交付 11.1 万辆, 同比/环比为 +2.3%/+19.6%; 其中, 理想 L9、L8、L7、L6、Mega 单季销量分别占 2025Q2 销量的 13.0%、13.3%、23.8%、46.8%和 3.1%。

其他业务方面, 2025Q2 营收达到 13.6 亿元, 同比/环比分别为 +0.1%/+9.0%。环比上升主要由于汽车累计销量增加则配套服务随之增加。

利润端: 毛利方面, 2025Q2 汽车业务毛利为 56.1 亿元, 同比/环比分别为 -1.3%/+15.1%; 2025Q2 汽车业务毛利率为 19.4%, 同比/环比分别为 +0.7pts/-0.3pts。

经营性利润方面, 2025Q2 单季经营性利润为 +8.3 亿元, 利润率为 +2.7%, 同比/环比分别为 +1.3pct/+1.7pct。2025Q2 单季归母净利润为 10.9 亿元, non-GAAP 归母净利润为 14.6 亿元, 同比/环比分别为 -2.7%/+43.8%; non-GAAP 净利润率为 4.8%, 同比/环比分别为 +0.1pts/+0.9pts。

➤ **研发费用率稳定 充电站持续投入**

费用端: 2025Q2 理想研发费用为 28.1 亿元, 同比/环比为 -7.2%/+11.8%; 2025Q2 研发费用率为 9.3%, 同比/环比为 -0.3pts/-0.4pts。同比下降主要由于员工薪酬减少。环比上升主要受新车项目进度影响, 以及为支持持续扩展的产品组合与技术所增加的费用投入所致。

2025Q2 销售管理费用为 27.2 亿元, 同比/环比分别为 -3.5%/+7.4%; 2025Q2 销售管理费用率为 9.0%, 同比/环比为 +0.1pts/-0.8pts。同环比下降主要由于员工薪酬减少。环比上升主要由于营销及促销活动增加。

推荐

维持评级

当前价格:

91.70 港元

相关研究

- 1.理想汽车 (2015.HK) 深度报告: 从产品到品牌 理想护城河是什么-2025/06/20
- 2.理想汽车 (2015.HK) 系列点评七: 2025Q1 毛利率超预期 纯电+智驾开启新周期-2025/05/31
- 3.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
- 4.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
- 5.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

渠道端：截至 2025 年 6 月 30 日，公司于 151 个城市拥有 530 家零售中心，于 222 个城市运营 511 家售后维修中心。

充电网络：截至 2025 年 7 月 20 日，全国已有 2,902 座理想超充站，15,945 充电桩，布局 31 个省份、255 个城市。

现金流：2025Q2 公司经营活动所用现金净额为人民币 30 亿元，2025Q2 自由现金流为-38 亿元。

未来展望：公司预计 2025Q3 汽车交付量将在 9.0 万辆至 9.5 万辆之间，同比区间为-41.1%至-37.8%；对应的收入约为 248 亿元至 262 亿元，同比区间为-42.1%至-38.8%。

➤ i6 上市在即 VLA 加速部署

纯电新车上市在即，VLA 规模化落地提速。理想 i6 计划于 9 月发布，定位中大型 5 座纯电 SUV，预计售价 25 万元起，提供单双电机版本，续航里程最高可达 720km，同时搭载行业领先 VLA 大模型，主要面向年轻消费群体，销售体系优化后将以高效终端响应速度和高质量用户体验提升新车上市渠道效率，有望打开纯电 SUV 走量窗口。VLA 部署方面，理想 i8 已交付 VLA 预览版，驾驶性能提升显著，9 月起所有增程车型 AD Max 版本将升级 VLA 系统，9 月底将推送完整版并新增选择功能，11 月将有重要版本更新。理想以 VLA 作为自动驾驶技术持续迭代和深化的锚点，随着模型规模扩大与算力瓶颈进一步突破，未来两年内 VLA 安全水平达到人类驾驶十倍以上，预计 2027 年可实现 L4 级别自动驾驶。

➤ 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 1,272.1/1,780.4/2,009.5 亿元，归母净利润为 50.1/114.1/145.5 亿元，对应 2025 年 8 月 29 日收盘价 91.7 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PE 分别为 36/16/12 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	127,212	178,037	200,952
增长率（%）	16.6	-11.9	40.0	12.9
归属母公司股东净利润（百万元）	8,032	5,005	11,407	14,553
增长率（%）	-31.4	-37.7	127.9	27.6
每股收益（元）	3.75	2.34	5.33	6.80
PE	22	36	16	12
PB	2.5	2.4	2.1	1.8

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 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	118,984	150,032	170,464
现金及现金等价物	65,901	60,167	86,445	104,812
应收账款及票据	135	141	198	223
存货	8,186	7,319	10,253	11,491
其他	52,088	51,357	53,136	53,938
非流动资产合计	36,039	40,933	45,417	49,786
固定资产	21,141	25,015	28,699	32,368
商誉及无形资产	9,244	10,144	10,944	11,644
其他	5,654	5,774	5,774	5,774
资产总计	162,349	159,917	195,449	220,250
流动负债合计	69,216	60,951	85,221	95,604
短期借款	376	376	376	376
应付账款及票据	53,596	47,854	67,041	75,133
其他	15,243	12,721	17,804	20,095
非流动负债合计	21,813	22,803	22,803	22,803
长期借贷	8,795	8,795	8,795	8,795
其他	13,018	14,009	14,009	14,009
负债合计	91,029	83,754	108,024	118,407
普通股股本	1	1	1	1
储备	70,873	75,700	86,928	101,303
归属母公司股东权益	70,875	75,702	86,930	101,304
少数股东权益	445	461	495	539
股东权益合计	71,320	76,162	87,425	101,843
负债和股东权益合计	162,349	159,917	195,449	220,250

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15,933	1,711	34,633	26,710
净利润	8,032	5,005	11,407	14,553
少数股东权益	13	15	34	44
折旧摊销	3,058	3,226	3,516	3,631
营运资金变动及其他	4,830	-6,536	19,676	8,482
投资活动现金流	-41,137	-7,002	-7,911	-7,900
资本支出	-7,730	-8,000	-8,000	-8,000
其他投资	-33,407	998	89	100
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	-5,735	26,278	18,367

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	127,212	178,037	200,952
其他收入	0	0	0	0
营业成本	114,804	101,337	141,969	159,105
销售管理费用	12,229	11,075	12,285	13,062
研发费用	11,071	11,504	12,819	14,469
财务费用	-1,632	-1,712	-1,360	-1,551
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,328	763	979	1,105
除税前利润	9,316	5,771	13,304	16,973
所得税	1,270	750	1,862	2,376
净利润	8,045	5,020	11,441	14,597
少数股东损益	13	15	34	44
归属母公司净利润	8,032	5,005	11,407	14,553
EBIT	7,683	4,058	11,944	15,422
EBITDA	10,741	7,284	15,460	19,053
EPS (元)	3.75	2.34	5.33	6.80

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	16.64	-11.94	39.95	12.87
归属母公司净利润	-31.37	-37.68	127.89	27.58
盈利能力(%)				
毛利率	20.53	20.34	20.26	20.82
销售净利率	5.56	3.93	6.41	7.24
ROE	11.33	6.61	13.12	14.37
ROIC	8.24	4.14	10.63	11.95
偿债能力				
资产负债率(%)	56.07	52.37	55.27	53.76
净负债比率(%)	-79.54	-66.96	-88.39	-93.91
流动比率	1.82	1.95	1.76	1.78
速动比率	1.03	1.06	1.09	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.79	1.00	0.97
应收账款周转率	1036.91	920.30	1049.85	954.42
应付账款周转率	2.18	2.00	2.47	2.24
每股指标 (元)				
每股收益	3.75	2.34	5.33	6.80
每股经营现金流	7.44	0.80	16.18	12.48
每股净资产	33.11	35.36	40.60	47.32
估值比率				
P/E	22	36	16	12
P/B	2.5	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.01	19.19	9.04	7.33

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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