

理想汽车 (LI US, 买入, 目标价: US\$29.60)

买入

持有

卖出

目标价: US\$29.60 当前股价: US\$23.35

股价上行/下行空间 +27%

52 周最高/最低价 (US\$) 33.12/18.11

市值 (US\$mn) 24,815

当前发行数量(百万股) 1,063

三个月平均日交易额 (US\$mn) 128

流通盘占比 (%) 83

主要股东 (%)

Amp Lee 22

Deutsche Bank Trus 17

Inspired Elite Investments 12

按 2025 年 8 月 29 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	29.60	33.60	-12%
2025E EPS (RMB)	5.78	13.14	-56%
2026E EPS (RMB)	9.61	17.44	-45%
2027E EPS (RMB)	12.96	19.99	-35%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	159,107 (-27%)	209,194 (-33%)
EPS (RMB)	8.30 (-30%)	12.20 (-21%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

2Q25 业绩符合预期, 期待纯电车型提振销量

- 2Q25 收入同比下降 4.5%至 302.5 亿元, 净利率同比基本持平。
- 3Q25 销量持续承压, 期待纯电车型提振销量。
- 下调目标价至 29.60 美元, 重申“买入”评级。

2Q25 收入同比下降, 利润率维持稳定: 根据理想 2Q25 业绩报告, 当季收入为 302.5 亿元 (同比下降 4.5%), 其中车辆销售收入为 288.9 亿元 (同比下降 4.7%), 主要是由于产品结构变化 (L7/8/9 占比下滑) 以及向用户提供的金融贴息和销售激励增加导致的平均单价下滑。车辆毛利率为 19.4%, 同比增长 0.7 个百分点而环比下降 0.4 个百分点。经营费用为 52.4 亿元, 同比下降 5.4%, 而经营费用率为 18.3%, 同比持平。得益于毛利率提升, 营业利润同比增长 76.7%达到 8.27 亿元。由于所得税增加和其他非经营性收益减少, 当季 GAAP/Non-GAAP 归母净利润分别同比下降 0.9%/ 2.7%至 10.9 亿元/ 14.6 亿元, GAAP/Non-GAAP 归母净利率分别为 3.6%/4.8%, 同比基本持平。理想截止 1H25 的在手现金为 1,069 亿元。

短期内销量持续承压: 理想在业绩报告中预计 3Q25 交付量在 90,000~95,000 辆之间 (同比下降 41.1%~37.8%), 对应收入为 248 亿元~262 亿元 (同比下降 42.1%~38.8%)。我们认为 3Q25 指引疲软的原因在于: 1) 缺乏新车型刺激: 理想从 2Q24 发布 L6 后至今年 8 月份才发布新款纯电车型 i8, 新车发布周期过长导致缺乏增量市场; 2) 增程车型竞争激烈: 以 L 系列为代表的增程车型在同级别竞品不断增加的环境下销量难以维持增长。根据懂车帝销量数据统计, 尽管理想今年推出焕新版增程车型以期提升竞争力, 但 L6/7/8/9 合计月销量始终徘徊在 3-4 万辆之间, 较 2024 年下半年月均超 5 万量的数据明显下滑。虽然 i8 已于 8 月开始交付, 但管理层预期截止 9 月底 i8 的累计交付量在 8,000 辆左右, 暂时难以弥补增程车型销量的下滑。

加速产品迭代和提升智能化来促进销量: 管理层在业绩会上表示, 加速迭代是应对当前激烈竞争的产品思路。理想计划减少 SKU 数量, 把每款车的配置打造到极致, 为用户提供最强的产品和性价比。同时, 理想将坚定投入车辆智能化研发, 并通过部署行业首个 VLA 大模型夯实其智能辅助驾驶的领先地位。在硬件结构逐渐趋同的背景下, 我们认为未来智能化水平将成为电动车吸引消费者的核心竞争力。

重申“买入”评级, 下调目标价至 29.60 美元: 尽管当前理想面临较大的销量压力, 我们仍然相信公司能够凭借加速产品迭代以及持续投入智能化领域重振销量并维持行业领先的盈利水平。我们下调对理想 2025-27 年的销量和收入预测 27%-42%, 但维持毛利率水平基本不变。我们上调理想的估值水平至 30 倍 2026 年 P/E 并得到最新目标价 29.60 美元, 重申“买入”评级。

风险提示: 新车销量不及预期; 产能增长不及预期; 行业竞争格局加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	123,851	144,460	115,522	140,984	167,815
息税前利润 (RMBmn)	7,407	7,019	2,187	6,958	11,533
归母净利润 (RMBmn)	12,093	10,657	6,211	10,434	14,502
每股收益 (RMB)	12.29	10.04	5.78	9.61	12.96
市盈率 (x)	18.9	18.5	29.5	17.7	13.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 1: 理想汽车--季度财务数据摘要

(人民币 百万元)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
营业收入	31,678	42,874	44,274	25,927	30,246
同比	10.6%	23.6%	6.1%	1.1%	-4.5%
环比	23.6%	35.3%	3.3%	-41.4%	16.7%
毛利润	6,177	9,225	8,970	5,318	6,067
同比	-0.9%	20.7%	-8.3%	0.6%	-1.8%
环比	16.9%	49.3%	-2.8%	-40.7%	14.1%
毛利率	19.5%	21.5%	20.26%	20.5%	20.1%
研发费用	3,028	2,587	2,408	2,514	2,810
同比	24.8%	-8.2%	-31.0%	-17.5%	-7.2%
环比	-0.7%	-14.6%	-6.9%	4.4%	11.8%
销售及管理费用	2,815	3,360	3,077	2,531	2,718
同比	21.9%	32.1%	-5.9%	-15.0%	-3.5%
环比	-5.5%	19.3%	-8.4%	-17.7%	7.4%
归母净利润	1,103	2,814	3,523	650	1,093
同比	-51.9%	-0.3%	-37.7%	9.7%	-0.9%
环比	86.1%	155.2%	25.2%	-81.5%	68.0%
Non-GAAP 归母净利润	1,505	3,845	4,030	1,018	1,464
同比	-44.5%	10.6%	-10.3%	-20.3%	-2.7%
环比	17.8%	155.5%	4.8%	-74.7%	43.8%

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于理想汽车管理层对 3Q25 交付量和销量的指引以及近期销量数据，我们下调对理想 2025-27 年新车交付量预测至 421,939 辆/532,000 辆/545,000 辆，并相应下调同期收入至 1,155 亿元/1,410 亿元/1,678 亿元。我们维持毛利率预测基本不变，并相应下调经营费用预测。综上，我们下调理想 2025-27 年 Non-GAAP 归母净利润至 62.1 亿元/104.3 亿元/145.0 亿元。

图表 2:核心盈利预测变化

单位:百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	115,522	140,984	167,815	164,906	196,673	251,672	-29.9%	-28.3%	-33.3%
毛利润	23,909	29,806	35,364	33,940	41,883	53,491	-29.6%	-28.8%	-33.9%
毛利率	20.7%	21.1%	21.1%	20.6%	21.3%	21.3%	0.1%	-0.2%	-0.2%
研发费用	11,500	12,075	12,679	11,500	13,500	20,000	0.0%	-10.6%	-36.6%
销售及管理费用	11,022	11,574	12,152	12,474	13,721	15,093	-11.6%	-15.7%	-19.5%
归母净利润	3,455	7,541	11,463	11,371	16,045	19,328	-69.6%	-53.0%	-40.7%
每 ADR 收益 (稀释, 元)	3.43	7.42	10.95	11.30	15.78	18.46	-69.6%	-53.0%	-40.7%
Non-GAAP 归母净利润	6,211	10,434	14,502	14,127	18,939	22,366	-56.0%	-44.9%	-35.2%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (稀释, 元)	5.78	9.61	12.96	13.14	17.44	19.99	-56.0%	-44.9%	-35.1%
预计交付量 (辆)	421,939	532,000	545,000	609,365	725,500	934,500	-30.8%	-26.7%	-41.7%

资料来源: 华兴证券预测

估值

尽管当前理想面临较大的销量压力，我们仍然相信公司能够凭借加速产品迭代以及持续投入智能化领域重振销量并维持行业领先的盈利水平。我们上调对理想的估值水平至 30 倍 2026 年 P/E 并得到最新目标价为 29.60 美元（原为 33.60 美元），重申“买入”评级。

图表 3: 可比公司 P/E 估值

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (亿美元)	归母净利润 (百万元)			P/E(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
特斯拉	TSLA US	333.87	10,769	4,958	6,327	9,317	217	170	116
比亚迪	002594 CH	109.70	1,351	51,299	63,856	76,974	19	15	13
均值			6,060	43,374	54,546	71,796	118	93	64
理想汽车	LI US	23.35	251.9	3,455	7,541	11,463	52	24	16

注：1) 股价和市值数据截至 2025 年 9 月 1 日；2) 比亚迪数据来自 Wind；3) 采用过去一个季度美元兑人民币汇率均值 7.2。

资料来源：Wind，华兴证券预测

图表 4: 可比公司 P/S 估值

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (亿美元)	营业收入 (百万元)			P/S(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小鹏汽车	XPEV US	21.02	205	79,623	106,425	120,836	1.8	1.4	1.2
蔚来汽车	NIO US	6.38	145	75,454	90,670	117,416	1.4	1.1	0.9
特斯拉	TSLA US	333.87	10,769	93,756	106,112	120,182	11.5	10.1	9.0
比亚迪	002594 CH	109.70	1,351	954,948	1,124,479	1,289,670	1.0	0.9	0.7
均值			3,119	445,096	520,068	596,806	3.9	3.4	3.0
理想汽车	LI US	23.35	252	115,522	140,984	167,815	1.6	1.3	1.1

注：1) 股价和市值数据截至 2025 年 9 月 1 日；2) 比亚迪数据来自 Wind，其余数据来自华兴证券预测；3) 采用过去一个季度美元兑人民币汇率均值 7.2。

资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

- **新车销量不及预期：**理想汽车在 i8 发布后即将于 9 月发布另一款纯电新车 i6。鉴于现有车型均为中高端增程 SUV，如果新推出的纯电车型竞争力不足导致销量低于预期，那么将对公司的收入和利润产生不利影响。
- **产能增长不及预期：**理想汽车芯片均来自英伟达、地平线、高通等第三方供应商，全球芯片供应紧缺可能会对其产能增长形成瓶颈。同时，公司今年下半年推出新款电动车型 i8 和 i6，若届时产能增长不及预期则会对销量产生不利影响。
- **行业竞争格局加剧：**理想汽车凭借精准的市场定位以及首家采用增程式技术在 30-50 万元的 SUV 细分市场中获得亮眼表现，但随着问界车型的推出以及更多车企发布增程式车型，理想汽车面临的竞争格局将更加激烈，可能导致销量不及预期。

附：财务报表

 年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	138,538	109,806	134,696	160,898
服务收入	5,922	5,716	6,288	6,917
营业收入	144,460	115,522	140,984	167,815
营业成本	(114,804)	(91,613)	(111,178)	(132,451)
毛利润	29,656	23,909	29,806	35,364
管理及销售费用	(23,301)	(22,522)	(23,649)	(24,831)
其中: 研发支出	(11,071)	(11,500)	(12,075)	(12,679)
息税前利润	7,019	2,187	6,958	11,533
息税折旧及摊销前利润	7,369	2,637	7,508	12,233
利息收入	1,820	2,000	2,200	2,000
利息支出	(188)	(200)	(250)	(350)
税前利润	9,316	4,107	9,108	13,483
所得税	1,270	637	1,550	2,000
净利润	8,032	3,455	7,541	11,463
调整后净利润	10,657	6,211	10,434	14,502
基本每股收益 (RMB)	8.06	3.43	7.42	10.95
稀释每股调整收益 (RMB)	10.04	5.78	9.61	12.96

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	126,303	131,810	130,514	134,510
货币资金	65,901	68,122	64,300	65,153
应收账款	135	149	163	180
存货	8,186	8,595	8,853	9,118
其他流动资产	52,081	54,944	57,199	60,059
非流动资产	36,046	40,677	44,259	48,352
固定资产	21,141	25,369	27,906	30,697
无形资产	920	920	920	920
商誉	0	0	0	0
其他	10,520	10,669	11,745	12,918
资产	162,349	172,487	174,773	182,862
流动负债	69,216	75,618	82,565	90,161
短期借款	281	309	371	445
预收账款	0	0	0	0
应付账款	53,596	58,956	64,851	71,337
长期借款	8,152	8,967	9,146	9,329
非流动负债	12,941	15,088	15,659	16,151
负债	91,029	100,537	108,581	117,336
股份	2	2	2	2
资本公积	74,626	89,481	92,166	96,774
未分配利润	(9,471)	(17,735)	(26,219)	(31,541)
归属于母公司所有者权益	70,875	71,460	65,604	64,821
少数股东权益	445	490	588	706
负债及所有者权益	162,349	172,487	174,773	182,862

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,032	3,455	7,541	11,463
折旧摊销	350	450	550	700
利息 (收入) / 支出	1,632	1,800	1,950	1,650
其他非现金科目	5,566	1,000	500	501
其他	(1,632)	(1,800)	(1,950)	(1,650)
营运资本变动	674	5,163	5,995	6,594
经营活动产生的现金流量	14,635	10,083	14,603	19,278
资本支出	(6,000)	(8,000)	(7,000)	(7,000)
收购及投资	(102,532)	(92,279)	(101,507)	(101,507)
处置固定资产及投资	80,394	82,994	92,928	92,928
其他	(500)	(400)	(1,800)	(1,800)
投资活动产生的现金流量	(28,638)	(17,685)	(17,378)	(17,378)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(1,100)	(592)	(1,092)	(1,092)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(1,100)	(592)	(1,092)	(1,091)
现金及现金等价物净增加额	(15,058)	(8,149)	(3,823)	854
自由现金流	8,635	2,083	7,603	12,278

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量 (辆)	500,508	421,939	532,000	545,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	16.6	(20.0)	22.0	19.0
毛利润	7.9	(19.4)	24.7	18.6
息税折旧及摊销前利润	(3.8)	(64.2)	184.7	62.9
净利润	(31.4)	(57.0)	118.2	52.0
调整后净利润	(11.9)	(41.7)	68.0	39.0
稀释每股调整收益	(32.3)	(57.4)	116.1	47.6
调整后稀释每股调整收益	(18.3)	(42.5)	66.3	34.9
盈利率 (%)				
毛利率	20.5	20.7	21.1	21.1
息税折旧摊销前利润率	5.1	2.3	5.3	7.3
息税前利润率	4.9	1.9	4.9	6.9
净利率	5.6	3.0	5.3	6.8
调整后净利率	7.4	5.4	7.4	8.6
净资产收益率	11.3	4.8	11.5	17.7
总资产收益率	4.9	2.0	4.3	6.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5
速动比率	1.7	1.6	1.5	1.4
估值比率 (x)				
市盈率	18.5	29.5	17.7	13.1
市净率	2.6	2.4	2.6	2.7
市销率	1.3	1.6	1.3	1.1

附录

【分析师声明】

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。