

理想汽车 (LI US, 买入, 目标价: US\$25.00)

买入

持有

卖出

目标价: US\$25.00 当前股价: US\$20.85

股价上行/下行空间 +20%

52 周最高/最低价 (US\$) 33.12/19.10

市值 (US\$mn) 22,158

当前发行数量(百万股) 1,063

三个月平均日交易额 (US\$mn) 113

流通盘占比 (%) 83

主要股东 (%)

Amp Lee 17

Inspired Elite Investments 12

Zijin Global Inc. 6

按 2025 年 10 月 31 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\$)	25.00	29.60	-16%
2025E EPS (RMB)	5.43	5.78	-6%
2026E EPS (RMB)	8.38	9.61	-13%
2027E EPS (RMB)	11.19	12.96	-14%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	137,404 (-16%)	182,995 (-27%)
EPS (RMB)	5.80 (-6%)	9.80 (-15%)

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

Mega 召回或短期扰动 4Q25 销量及盈利

理想宣布召回 11,411 辆 Mega 更换冷却液、动力电池及前电机控制器。

10 月交付量为 31,767 辆, 同比下降 38.2%。

维持“买入”评级, 下调目标价至 25.00 美元。

预计 Mega 召回对短期发展产生负面影响: 理想汽车于 2025 年 10 月 31 日发布公告称, 公司对 10 月 23 日在上海发生的 Mega 起火事件开展内部调查与分析, 结果显示与事故车同批次的理想 MEGA 2024 款车型中, 由于该批次冷却液防腐性能不足, 特定条件下会导致冷却回路中动力电池和前电机控制器的冷却铝板腐蚀渗漏, 导致车辆出现故障灯点亮、动力受限及无法上电的情形, 极端情况下会造成动力电池热失控, 存在安全隐患。公司表示将召回 2024 年 2 月 18 日至 2024 年 12 月 27 日期间生产的理想 MEGA 2024 款车型, 共计 11,411 辆。此次召回不涉及公司其他车型。理想汽车将为召回范围内的车辆**免费更换冷却液、动力电池及前电机控制器**, 并为对应车辆的动力电池和前电机控制器提供一项延长保修权益, 在现有的 8 年或 16 万公里标准质保基础上延长 2 年或 4 万公里, 等同于 10 年或 20 万公里保修。我们认为此次召回计划将对公司四季度的盈利和销量产生不利影响。由于需要更换动力电池和前电机控制器, 而 Mega 配备的 102.7kWh 三元电池总价较高, 我们预测单辆车的零部件更换成本将在 10 万元左右, 相应可能影响利润达 11.4 亿元。销量方面, 尽管除特定召回批次外, 理想汽车其他车辆没有同类冷却液问题, 但由于召回事件带来的负面效应, 我们预计公司 4Q25 以及 1Q26 的车辆销售也可能遭受不利影响, 具体程度仍有待持续观察。

10 月销量持续下滑: 理想汽车发布 10 月销量报告, 当月总交付车辆为 31,767 辆, 同比下降 38.2%; 我们统计公司今年前 10 月累计销量达 328,916 辆, 同比下降 3.8%。公司单月交付量自 6 月以来连续 5 个月同比下滑, 反映当前较大的销量压力。理想 i6 上市后累计销量突破 7 万辆, 我们预计 i6 有望在 4Q25 提升交付速度并扭转销量持续下滑的态势。

维持“买入”评级, 下调目标价至 25.00 美元: 我们下调理想汽车 2025 年的收入和盈利预测 0.6%/10.7%, 并上调当年销售及管理费用预测以反映 Mega 召回带来的不利影响。我们认为公司当前股价已反映了自 6 月以来销量的疲软, 有望随着 i6 加速交付而逐步反弹。我们维持 30 倍 2026 年 P/E 的估值倍数并下调目标价至 25.00 美元, 维持“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	114,851	132,804	154,908
息税前利润 (RMBmn)	7,407	7,019	1,747	5,559	9,138
归母净利润 (RMBmn)	12,093	10,657	5,840	9,096	12,514
每股收益 (RMB)	12.29	10.04	5.43	8.38	11.19
市盈率 (x)	18.9	18.5	28.0	18.1	13.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 1: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	114,851	132,804	154,908	115,522	140,984	167,815	-0.6%	-5.8%	-7.7%
毛利润	24,047	28,899	33,890	23,909	29,806	35,364	0.6%	-3.0%	-4.2%
毛利率 (%)	20.9%	21.8%	21.9%	20.7%	21.1%	21.1%	0.2%	0.7%	0.8%
研发费用	11,500	12,500	13,500	11,500	12,075	12,679	0.0%	3.5%	6.5%
销售及管理费用	12,000	12,240	12,852	11,022	11,574	12,152	8.9%	5.8%	5.8%
归母净利润	3,084	6,202	9,476	3,455	7,541	11,463	-10.7%	-17.8%	-17.3%
每 ADR 收益 (稀释, 元)	3.06	6.10	9.05	3.43	7.42	10.95	-10.7%	-17.8%	-17.4%
Non-GAAP 归母净利润	5,840	9,096	12,514	6,211	10,434	14,502	-6.0%	-12.8%	-13.7%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (稀释, 元)	5.43	8.38	11.19	5.78	9.61	12.96	-6.0%	-12.9%	-13.7%
预计交付量 (辆)	412,150	473,000	563,000	421,939	532,000	545,000	-2.3%	-11.1%	3.3%

资料来源: 华兴证券预测

图表 2: 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	456.56	15,184	6,408	10,295	13,901	237	147	109
比亚迪	002594 CH	100.79	1,250	42,668	54,647	67,058	21	16	13
均值			8,217	24,538	32,471	40,480	129	82	61
理想汽车	LI US	20.85	219.7	3,084	6,202	9,476	51	25	17

注: 1) 股价和市值数据截至 2025 年 10 月 31 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 7.0。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 3: 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	23.49	214	80,948	106,618	121,067	1.9	1.4	1.3
蔚来汽车	NIO US	7.25	172	71,911	92,405	127,305	1.7	1.3	1.0
特斯拉	TSLA US	456.56	15,184	99,344	124,450	138,543	15.3	12.2	11.0
比亚迪	002594 CH	100.79	1,250	909,690	1,066,971	1,219,081	1.0	0.8	0.7
均值			4,205	290,473	347,611	401,499	5.0	4.0	3.5
理想汽车	LI US	20.85	220	114,851	132,804	154,908	1.4	1.2	1.0

注: 1) 股价和市值数据截至 2025 年 10 月 31 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 7.0。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

风险提示

- **新车销量不及预期：**虽然理想汽车在 9 月发布 i6 后已经取得超 7 万台订单，但目前 Mega 召回事件对公司的纯电车型销量会造成多大影响仍不确定，可能导致短期内销量不及预期，将对公司的收入和利润产生不利影响。
- **海外市场拓展不及预期：**随着国内新能源车销量渗透率的不断提升以及竞争不断加大，海外市场将是国内车企越来越重视的增量来源。但由于当前全球贸易摩擦加剧，叠加部分零部件供应可能面临的不稳定情况，理想汽车对海外市场的拓展进程可能不及预期。
- **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	108,141	122,677	142,193
服务收入	5,922	6,710	10,127	12,715
营业收入	144,460	114,851	132,804	154,908
营业成本	(114,804)	(90,803)	(103,904)	(121,018)
毛利润	29,656	24,047	28,899	33,890
管理及销售费用	(23,301)	(23,500)	(24,740)	(26,352)
其中：研发支出	(11,071)	(11,500)	(12,500)	(13,500)
息税前利润	7,019	1,747	5,559	9,138
息税折旧及摊销前利润	7,369	2,197	6,109	9,838
利息收入	1,820	2,000	2,000	2,200
利息支出	(188)	(200)	(400)	(400)
税前利润	9,316	3,667	7,359	11,238
所得税	1,270	568	1,141	1,742
净利润	8,032	3,084	6,202	9,476
调整后净利润	10,657	5,840	9,096	12,514
基本每股收益 (RMB)	8.06	3.06	6.10	9.05
稀释每股调整收益 (RMB)	10.04	5.43	8.38	11.19

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	126,303	131,439	128,804	130,813
货币资金	65,901	67,751	62,590	61,456
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	172,116	173,063	179,165
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)	(18,106)	(27,929)	(35,238)
归属于母公司所有者权益	70,875	71,089	63,894	61,124
少数股东权益	445	490	588	706
负债及所有者权益	162,349	172,116	173,063	179,165

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	3,084	6,202	9,476
折旧摊销	350	450	550	700
利息（收入）/支出	1,632	1,800	1,600	1,800
其他非现金科目	5,566	1,000	500	501
其他	(1,632)	(1,800)	(1,600)	(1,800)
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	9,712	13,264	17,291
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)	(8,520)	(5,162)	(1,134)
自由现金流	8,635	1,712	6,264	10,291

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量（辆）	500,508	412,150	473,000	563,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	16.6	(20.5)	15.6	16.6
毛利润	7.9	(18.9)	20.2	17.3
息税折旧及摊销前利润	(3.8)	(70.2)	178.0	61.0
净利润	(31.4)	(61.6)	101.1	52.8
调整后净利润	(11.9)	(45.2)	55.7	37.6
稀释每股调整收益	(32.3)	(62.0)	99.1	48.3
调整后稀释每股调整收益	(18.3)	(45.9)	54.2	33.6
盈利率 (%)				
毛利率	20.5	20.9	21.8	21.9
息税折旧摊销前利润率	5.1	1.9	4.6	6.4
息税前利润率	4.9	1.5	4.2	5.9
净利率	5.6	2.7	4.7	6.1
调整后净利率	7.4	5.1	6.8	8.1
净资产收益率	11.3	4.3	9.7	15.5
总资产收益率	4.9	1.8	3.6	5.3
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	1.3
估值比率 (x)				
市盈率	18.5	28.0	18.1	13.6
市净率	2.6	2.2	2.4	2.6
市销率	1.1	1.4	1.2	1.0

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与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，任何机构和个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%。