

汽车	收盘价 港元 71.70	目标价 港元 80.84	潜在涨幅 +12.7%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 11 月 27 日

理想汽车 (2015 HK)

3 季度受召回拖累转亏，供应链瓶颈限制短期反弹，静待 2026 年新品

③ **3 季度收入和盈利逊于预期，受召回成本计提影响。**2025 年 3 季度理想汽车总收入同/环比-36.2%/-9.5%，汽车毛利率 15.5%，环比-3.9 百分点，逊于市场预期（剔除 Li MEGA 召回影响，毛利率为 19.8%）。单车均价环比+6.7%，好于预期，主要得益于 L 系列车型促销力度减弱和产品结构优化，但销量下滑拖累整体收入。三费方面，研发/销管费用支出相对克制，研发费用同/环比+15.0%/+5.8%；销管费用同/环比-3.4%/+1.9%。归母/Non-GAAP 净利润分别为-6.24 亿/-3.60 亿元（人民币，下同），逊于市场和我们的预期，主要受销量下滑、汽车召回成本计提（影响毛利 11.5 亿元）和经营杠杆影响。自由现金流亦因资本开支和运营波动流出 89 亿元。

④ **明年推出 L 系列的大改款和自研 M100 芯片。**公司指引 2025 年 4 季度车辆交付量为 10 万至 11 万辆，对应收入 265 亿至 292 亿元，对应销量环比将回升 7.3%-18.0%。尽管纯电新品 i6 和 i8 累计订单已突破 10 万辆，展现强劲的市场需求，但短期交付受制于核心零部件（如电池）的供应链瓶颈，产能爬坡慢于预期。管理层表示，预计需至 11 月启用双供应商模式后，供应短缺才能逐步缓解，明年年初产能有望提升至月均 2 万台。按指引推算，4 季度月均销量有望回升至 3.3 万辆以上，L 系列基本盘面临竞争，但公司确认将于 2026 年推出 L 系列的大改款，并计划结合自研 M100 芯片与端到端 AI 系统重塑产品竞争力。管理层明确提出加大在具身智能与自动驾驶上的战略投入。

⑤ **维持中性，目前股价已反映大部分负面因素。**我们认为股价的修复将取决于 4 季度供应链问题的解决进度及 i6/i8 产能爬坡带来的实际销量兑现，和明年 L 系大改款后是否能提升在增程市场的份额。另外管理层在电话会议上较多篇幅讲述 AI/具身智能战略，我们认为如果明年 AI/具身智能有具体的落地产品或对股价有提振作用。理想股价较前期高位回调约 40%，目前股价已反映大部分负面因素，维持中性评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	128.70
52周低位 (港元)	68.65
市值 (百万港元)	237,697.31
日均成交量 (百万)	9.28
年初至今变化 (%)	(23.68)
200天平均价 (港元)	98.91

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	123,851	144,460	123,190	142,706	151,853
同比增长 (%)	173.5	16.6	-14.7	15.8	6.4
净利润 (百万人民币)	11,704	8,032	5,264	6,056	7,094
每股盈利 (人民币)	5.95	4.03	2.64	3.04	3.56
同比增长 (%)	-673.8	-32.2	-34.5	15.0	17.1
市盈率 (倍)	11.0	16.2	24.7	21.5	18.3
每股账面净值 (人民币)	30.78	36.24	38.92	41.99	45.60
市账率 (倍)	2.12	1.80	1.68	1.55	1.43

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：理想汽车 (2015 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	38.34	54.84	43.0%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	72.37	94.74	30.9%	2025 年 10 月 27 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	13.75	15.46	12.4%	2025 年 10 月 21 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	27.34	24.77	-9.4%	2025 年 08 月 12 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	372.82	458.75	23.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.36	22.63	83.1%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	56.20	75.02	33.5%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	10.91	7.16	-34.4%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	27.46	26.45	-3.7%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	19.01	20.50	7.8%	2025 年 03 月 28 日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	16.90	21.50	27.2%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAL US	禾赛集团	买入	18.73	34.66	85.1%	2025 年 09 月 17 日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	154.20	269.66	74.9%	2025 年 09 月 17 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	30.70	41.89	36.5%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	43.90	62.75	42.9%	2025 年 09 月 03 日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.46	8.00	46.5%	2025 年 09 月 03 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	98.35	133.00	35.2%	2025 年 11 月 03 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.95	22.50	50.5%	2025 年 09 月 01 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	16.82	24.21	43.9%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	125.10	180.50	44.3%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	82.10	134.69	64.1%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	71.70	80.84	12.7%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	18.43	20.80	12.9%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.41	3.34	-2.1%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	123,851	144,460	123,190	142,706	151,853
主营业务成本	(96,355)	(114,804)	(99,139)	(115,802)	(123,224)
毛利	27,497	29,656	24,050	26,905	28,629
销售及管理费用	(9,768)	(12,229)	(10,348)	(11,559)	(11,845)
研发费用	(10,586)	(11,071)	(10,102)	(11,131)	(11,541)
其他经营净收入/费用	264	664	566	656	698
经营利润	7,407	7,019	4,167	4,870	5,941
财务成本净额	(86)	(188)	(193)	(200)	(207)
其他非经营净收入/费用	3,131	2,484	2,118	2,454	2,611
税前利润	10,452	9,316	6,093	7,124	8,346
税费	1,357	(1,270)	(829)	(1,069)	(1,252)
非控股权益	(105)	(13)	0	0	0
净利润	11,704	8,032	5,264	6,056	7,094
作每股收益计算的净利润	11,704	8,032	5,264	6,056	7,094

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	91,330	65,908	51,727	60,721	69,127
有价证券	11,933	46,905	47,139	47,375	47,612
应收账款及票据	144	135	675	1,173	1,664
存货	6,872	8,186	11,408	13,642	14,854
其他流动资产	4,247	5,177	5,297	5,414	5,533
总流动资产	114,526	126,310	116,246	128,325	138,790
物业、厂房及设备	15,745	21,141	23,875	25,489	25,975
无形资产	864	915	1,081	1,276	1,507
其他长期资产	12,333	13,983	14,216	14,454	14,698
总长期资产	28,942	36,039	39,172	41,220	42,180
总资产	143,467	162,349	155,418	169,544	180,970
短期贷款	6,975	281	281	309	340
应付账款	51,870	53,596	40,742	47,590	50,640
其他短期负债	13,897	15,339	15,958	16,609	17,293
总流动负债	72,743	69,216	56,982	64,508	68,273
长期贷款	1,747	8,152	8,559	8,987	9,436
其他长期负债	8,402	13,661	13,293	13,409	13,527
总长期负债	10,150	21,813	21,852	22,396	22,963
总负债	82,892	91,029	78,834	86,904	91,236
储备及其他资本项目	60,575	71,320	76,584	82,640	89,734
股东权益	60,575	71,320	76,584	82,640	89,734
总权益	60,575	71,320	76,584	82,640	89,734

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	11,809	8,045	5,264	6,056	7,094
折旧及摊销	1,805	3,131	4,259	5,386	6,514
营运资本变动	36,612	3,869	(16,711)	4,527	1,786
利息调整	0	0	0	1	2
其他经营活动现金流	467	888	0	(1)	(2)
经营活动现金流	50,694	15,933	(7,188)	15,969	15,394
资本开支	(6,507)	(7,051)	(7,166)	(7,196)	(7,231)
其他投资活动现金流	6,495	(34,086)	(235)	(236)	(237)
投资活动现金流	(12)	(41,137)	(7,400)	(7,431)	(7,468)
负债净变动	(1,001)	(290)	408	456	480
其他融资活动现金流	1,186	(126)	0	0	0
融资活动现金流	185	(416)	408	456	480
汇率收益/损失	45	198	0	0	0
年初现金	40,418	91,330	65,908	51,727	60,721
年末现金	91,330	65,908	51,727	60,721	69,127

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	5.948	4.030	2.641	3.038	3.559
全面摊薄每股收益	5.948	4.030	2.641	3.038	3.559
每股账面值	30.782	36.243	38.917	41.995	45.600
利润率分析(%)					
毛利率	22.2	20.5	19.5	18.9	18.9
净利率	9.5	5.6	4.3	4.2	4.7
盈利能力(%)					
ROA	10.3	5.3	3.3	3.7	4.0
ROE	22.3	12.2	7.1	7.6	8.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	42.0	43.0	42.0	43.0	44.0
应收账款周转天数	2.0	3.0	2.0	3.0	4.0
应付账款周转天数	150.0	151.0	150.0	150.0	150.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。