

公司研究

3Q25 业绩承压，静待管理模式转型后的再次跃升

——理想汽车（LI.O）跟踪报告

要点

**3Q25 业绩披露：**3Q25 总收入同比-36.2%/环比-9.5%至 273.6 亿元，毛利率同比-5.2pcts/环比-3.8pcts 至 16.3%，Non-GAAP 归母净亏损 3.6 亿元（为 2023 年至今的首次单季度 Non-gaap 亏损）。我们认为 3Q25 业绩承压主要由于销量低于预期（增程老车竞品力减弱+纯电新车爬坡不及预期）、Mega 召回计提等。

**3Q25 毛利率低于预期，预计 4Q25E-1Q26E 或仍承压：**1) 3Q25 汽车业务收入同比-37.4%/环比-10.4%至 258.7 亿元（销量同比-39.0%/环比-16.1%至 9.3 万辆，ASP 同比+2.6%/环比+6.7%至 27.8 万元）；汽车业务毛利率同比-5.4pcts/环比-3.9pcts 至 15.5%。2) 3Q25 研发费用率同比+4.8pcts/环比+1.6pcts 至 10.9%，SG&A 费用率同比+2.3cts/环比+1.1pcts 至 10.1%。3) 3Q25 Non-GAAP 单车亏损约 0.4 万元 (vs. 3Q24 Non-GAAP 单车盈利 2.5 万元、2Q25 Non-GAAP 单车盈利 1.3 万元)。4) 3Q25 自由现金流净流出 89 亿元（截至 3Q25 末，在手现金合计约 989 亿元）。管理层指引 4Q25E 交付量 10-11 万辆；鉴于政策波动+竞争加剧、纯电销量占比抬升，我们预计 4Q25E-1Q26 基本面仍将持续承压。

**纯电交付瓶颈有望突破，静待管理模式转型后的再次跃升：**管理层指引 11 月开始 i6 电池供应将采用双供应商模式，预计 2026 年初 i6 月产能可提升至 2 万辆。我们判断，**1) 2026E 产品力有望改善：**自研三电技术（800V 高压平台+5C 快充、自研 5C 电池将量产）、以及智驾体验持续升级有望落地（其中，VLA 已全量推送给 AD Max 车型、自研芯片 M100 也将于 2026E 上车）。我们预计 2026E 理想改款/全新车型（尤其 L 增程系列）的产品力有望改善。**2) 产品配置+内部组织调整提升运营效率：**理想后续产品矩阵均将回归精简 SKU 模式；继 8 月调整销售服务体系后，9 月理想将智驾三个二级部门拆分成 11 个小部门，运营+研发效率有望提升。**3) 管理模式转型，长期研发投入向具身智能迈进：**管理层明确重新切回创业公司的管理模式，当前已实现自研 VLA 大模型、开源 Halo OS 操作系统等。我们认为汽车与人形机器人具备一定的技术同源性，理想在软硬件层面均具备较强的自研能力，静待长期在具身智能等 AI 相关领域的延伸兑现。

**维持“增持”评级：**鉴于市场波动+行业竞争加剧、以及产品结构变化等因素影响，我们下调 2025E-2027E Non-GAAP 归母净利润至 26 亿元/30 亿元/65 亿元（vs. 此前预期约 50 亿元/123 亿元/176 亿元）。我们看好理想基于家庭用户的定位与 AI 智能化的兑现前景；鉴于市场与竞争加剧风险，维持“增持”评级。

**风险提示：**增程改款销量不及预期；纯电新车上市表现不及预期；竞争加剧；毛利率不及预期；市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

| 指标                     | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）             | 123,851  | 144,460 | 111,740 | 123,920 | 145,026 |
| 营业总收入增长率               | 173.5%   | 16.6%   | -22.7%  | 10.9%   | 17.0%   |
| Non-GAAP 归母净利润（百万元）    | 12,093   | 10,657  | 2,559   | 3,009   | 6,462   |
| Non-GAAP 归母净利润增长率      | 29430.1% | -11.9%  | -76.0%  | 17.6%   | 114.7%  |
| Non-GAAP EPS（元，普通股，摊薄） | 5.73     | 5.01    | 1.20    | 1.41    | 3.02    |
| Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄） | 20.1%    | 15.0%   | 3.6%    | 4.1%    | 8.4%    |
| Non-GAAP P/E           | 11.6     | 13.3    | 55.5    | 47.2    | 22.0    |
| P/B                    | 2.2      | 1.9     | 2.0     | 1.9     | 1.8     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-11-27（1 美元=7.2 人民币）；注：1) 每股 ADS 代表 2 股 A-Class 普通股；2) 2023/2024 年分别约 21.2 亿/21.3 亿普通股（摊薄），预计 2025E-2027E 约 21.4 亿普通股（摊薄）。

增持（维持）

当前价：18.43 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

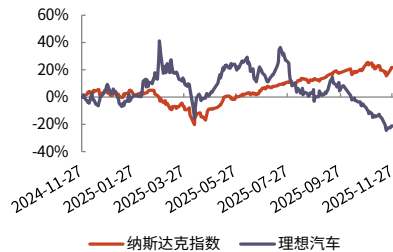
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股，普通股)  | 21.41       |
| 总市值(亿美元):    | 197.28      |
| 一年最低/最高(美元): | 17.59/33.12 |
| 近 3 月换手率:    | 38.44%      |

股价相对走势



收益表现

| %  | 1M    | 3M    | 1Y    |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -11.0 | -26.0 | -42.7 |
| 绝对 | -13.6 | -18.5 | -20.9 |

资料来源：Wind（数据截至 2025/11/27）

相关研报

- 《2Q25 业绩低于预期，静待 i6 上市催化——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2025-08-28
- 《新老产品交替期，静待纯电上市+AI 技术兑现——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2025-06-02
- 《聚焦纯电爬坡+出海战略，长期看好 AI 智能化兑现——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2025-03-16
- 《3Q24 毛利率环比改善，2025E 聚焦纯电新突破——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-11-03
- 《2Q24 业绩披露，静待 3Q24E 业绩改善——理想汽车（LI.O）跟踪报告》.....2024-08-30

表 1：损益表

| (单位：百万人民币)          | 2023    | 2024     | 2025E   | 2026E    | 2027E    |
|---------------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 营业总收入               | 123,851 | 144,460  | 111,740 | 123,920  | 145,026  |
| 营业成本                | -96,355 | -114,804 | -91,158 | -103,409 | -120,371 |
| 毛利润                 | 27,497  | 29,656   | 20,582  | 20,510   | 24,655   |
| 研发费用                | -10,586 | -11,071  | -10,837 | -10,545  | -10,877  |
| 销售行政及管理费用           | -9,768  | -12,229  | -10,556 | -10,122  | -10,333  |
| 经营利润 (损失)           | 7,407   | 7,019    | -811    | -157     | 3,445    |
| 其他收益 (损失)           | 3,045   | 2,297    | 1,685   | 1,239    | 1,450    |
| 税前利润 (损失)           | 10,452  | 9,316    | 874     | 1,082    | 4,896    |
| 净利润 (损失)            | 11,809  | 8,045    | 642     | 770      | 4,011    |
| 归母净利润 (损失)          | 11,704  | 8,032    | 642     | 770      | 4,011    |
| Non GAAP 归母净利润 (损失) | 12,093  | 10,657   | 2,559   | 3,009    | 6,462    |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

| (单位：百万人民币) | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产        | 143,467 | 162,349 | 163,420 | 173,936 | 180,533 |
| 流动资产       | 114,526 | 126,310 | 123,925 | 127,302 | 128,082 |
| 库存         | 6,872   | 8,186   | 4,837   | 7,329   | 5,684   |
| 应收账款       | 144     | 135     | 88      | 159     | 131     |
| 现金及其等价物    | 91,330  | 65,908  | 68,195  | 64,874  | 66,417  |
| 短期投资       | 11,933  | 46,905  | 48,000  | 50,000  | 52,000  |
| 其他流动资产     | 4,247   | 5,177   | 2,805   | 4,940   | 3,849   |
| 非流动资产      | 28,942  | 36,039  | 39,496  | 46,634  | 52,452  |
| 固定资产       | 15,745  | 21,141  | 24,033  | 27,924  | 31,335  |
| 无形资产       | 864     | 915     | 681     | 660     | 631     |
| 其他非流动资产    | 12,333  | 13,983  | 14,782  | 18,051  | 20,486  |
| 总负债        | 82,892  | 91,029  | 91,251  | 100,457 | 102,500 |
| 无息负债       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 有息负债       | 82,892  | 91,029  | 91,251  | 100,457 | 102,500 |
| 夹层权益合计     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 普通股股东权益    | 60,143  | 70,875  | 71,769  | 73,080  | 77,634  |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

| (单位：百万人民币)    | 2023   | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流       | 50,694 | 15,933  | 9,123  | 4,701  | 9,564  |
| 净利润（净损失）      | 11,809 | 8,045   | 642    | 770    | 4,011  |
| 折旧与摊销         | 1,805  | 3,058   | 1,941  | 2,398  | 2,854  |
| 净营运资金增加       | 36,612 | 2,070   | 6,253  | 1,216  | 2,349  |
| 其他            | 467    | 2,760   | 287    | 317    | 349    |
| 投资活动现金流       | -12    | -41,137 | -7,653 | -8,572 | -8,570 |
| 资本性支出         | -6,507 | -7,730  | -6,435 | -6,435 | -6,435 |
| 其他            | 6,495  | -33,407 | -1,218 | -2,137 | -2,135 |
| 筹资活动现金流       | 185    | -416    | 317    | 550    | 550    |
| 股票/可转债等融资     | -2,751 | -996    | 0      | 0      | 0      |
| 借款增加          | 1,750  | 471     | 317    | 550    | 550    |
| 少数股东资金注入、以及其他 | 1,186  | 109     | 0      | 0      | 0      |
| 现金及等价物净增加额    | 50,867 | -25,620 | 1,787  | -3,321 | 1,544  |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 买入                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                         |
| 增持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 中性                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                 |
| 减持                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                      |
| 卖出                                                              | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                        |
| 无评级                                                             | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |                                                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP