

理想汽车-W (02015.HK)

Mega 召回拖累业绩，调整再起航

受销量下降和 Mega 召回影响，Q3 业绩承压，季度亏损。公司 Q3 销量 9.32 万台，同比/环比减少 39%/16%，收入同比/环比下降 36%/10%至 274 亿元。Q3 毛利率 16.3%，同比/环比分别下降 5.2pct/3.7pct，其中汽车/服务及其他毛利率分别为 15.5%/30%。汽车毛利率同比下降 5.4pct、环比下降 3.9pct，主要由于理想 MEGA 召回预估成本以及产量下降带来的单位制造成本增加。剔除理想 MEGA 召回预估成本的影响，Q3 车辆毛利率为 19.8%。公司 Q3 研发和 SG&A 费用分别为 30 亿元、28 亿元。Q3 公司季度亏损，归母净亏损 6.25 亿元，Non GAAP 归母净亏损 3.6 亿元，Non GAAP 归母净亏损率为 1.3%。

展望 Q4，公司预计车辆交付量 10-11 万辆，同比减少 37%至 30.7%；收入 265-292 亿元，同比减少 40.1%-34.2%。我们预计公司 Q4 综合毛利率大约在 16%-18%之间。

调整再起航。李想在三季度业绩会上分享了对于理想汽车第二个十年，公司对组织、产品、技术等方面的思考。1) **组织方面**，公司表示将从今年 Q4 开始，坚定的回到创业公司管理模式，组织内追求更多的对话、聚焦用户价值、持续提升效率、识别关键问题。2) **产品方面**，公司选择打造能够提供自动和主动服务的具身智能机器人产品，其中核心包括汽车形态机器人。3) **技术方面**，公司认为不能只关注语言智能，而应从具身智能整体看，每个环节全系统的去解决最关键的问题。

年底架构升级、兼容自研 M100 芯片，2026 年将推出自研 M100 芯片的 AI 系统。理想汽车预计在年底部署架构升级，以加强语言与行为的交互，这个升级将和公司即将推出的 M100 芯片兼容。公司还表示，2026 年公司将推出基于自研 M100 芯片的 AI 系统，在汽车上将会开始看到产品从被动接受指令的机器转变为更自动化的机器，甚至是可以为用户主动提供服务的机器。

i6 供应链产能瓶颈缓解，预计 2026 年初期产能提升至 2 万台。9 月 26 日，理想 i6 正式上市，售价 24.98 万元，定价具有竞争力，上市以来订单强劲，但交付爬坡较慢。从 11 月开始，为了应对产能提升的挑战，理想汽车 i6 的电池供应将正式启用双供应商模式。公司预计到明年年初，i6 的月产能将稳步提升至 2 万台。

投资建议：考虑理想 Mega 召回的影响，以及当前公司面临的竞争压力，我们适当调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年销量约 41/59/70 万辆，总收入达 1122/1483/1824 亿人民币；GAAP 归母净利润为 11/53/81 亿人民币，GAAP 归母净利率为 1.0%/3.5%/4.4%；non-GAAP 归母净利润为 26/69/98 亿人民币，non-GAAP 净利率为 2.3%/4.6%/5.4%。我们给予其目标市值 1631 亿人民币，对应目标价 (2015.HK) 约 84 港元、(LI.O) 约 22 美元，对应 1.1x 2026 P/S、24x 2026 P/E，维持“买入”评级。

风险提示：车型研发及销售不及预期风险、上游零部件供应波动风险、智能驾驶技术迭代不及预期风险、竞争激烈、盈利能力下降的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	123,851	144,460	112,212	148,261	182,359
增长率 YoY (%)	173	17	-22	32	23
归母净利润 (百万元)	11,704	8,032	1,141	5,263	8,055
归属普通股股东净利率 (%)	9.5	5.6	1.0	3.5	4.4
Non-GAAP 净利润 (百万元)	12,093	10,657	2,553	6,870	9,843
Non-GAAP 净利率 (%)	9.8	7.4	2.3	4.6	5.4
调整后 P/E (倍)	12	13	55	21	14
P/B (倍)	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6

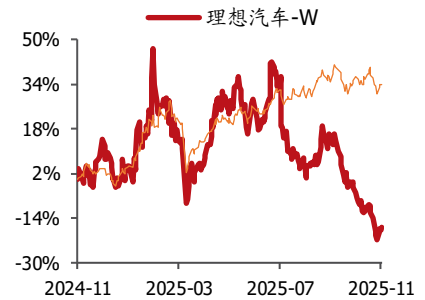
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11 月 27 日收盘价 (港元)	72.55
总市值 (百万港元)	155,321.01
总股本 (百万股)	2,140.88
其中自由流通股 (%)	94.29
30 日日均成交量 (百万股)	13.94

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《理想汽车-W (02015.HK): 业绩短期承压，关注 i6 发布》 2025-09-04
- 2、《理想汽车-W (02015.HK): 纯电车型可期，VLA 模型预计 7 月发布》 2025-06-02
- 3、《理想汽车-W (02015.HK): 关注智能化进展、纯电车型潜力》 2025-03-16

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	114526	126310	119325	130312	130961
现金及现金等价物	91329	65901	62182	64914	69764
短期投资净额	11933	46905	46905	46905	46905
应收账款	144	135	177	647	366
存货	6872	8186	4878	12663	8743
其他流动资产	4248	5183	5183	5183	5183
非流动资产	28942	36039	40739	44731	48125
固定资产	15745	21141	25682	29514	32749
资产使用权	5939	8324	8324	8324	8324
无形资产	864	915	915	915	915
长期投资	1595	923	1082	1241	1400
其他非流动资产	4798	4737	4737	4737	4737
资产总计	143467	162349	160064	175043	179085
流动负债	72743	69216	65317	74560	70074
短期借款	6975	281	281	281	281
应付账款	51870	53596	49720	58940	54477
应付负债	1146	1438	1438	1438	1438
其他流动负债	12751	13901	13878	13901	13878
非流动负债	10150	21813	22284	22755	23227
长期借款	1747	8152	8623	9094	9566
其他非流动负债	8402	13661	13661	13661	13661
负债合计	82892	91029	87601	97315	93301
资本公积	57480	60180	60180	60180	60180
未分配利润	2886	10919	12059	17322	25377
累计其他综合损益	-225	-225	-225	-225	-225
归属母公司股东权益	60143	70875	72015	77278	85333
少数股东权益	433	445	447	450	452
权益总额	60575	71320	72463	77728	85785
负债和权益总额	143467	162349	160064	175043	179085

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50694	15933	4468	10920	13038
净利润	11809	8045	1142	5265	8057
折旧及摊销	1805	3058	3959	4667	5265
衍生认股权证负债公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营运资金变动	30506	-879	-633	988	-284
其他经营现金流	6573	5709	0	0	0
投资活动现金流	-12	-41137	-8659	-8659	-8659
长期投资	-198	-31	-159	-159	-159
购买固定资产	-6507	-7730	-8500	-8500	-8500
其他投资现金流	6693	-33376	0	0	0
筹资活动现金流	185	-416	471	471	471
短期借款	-2751	-996	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	2936	581	471	471	471
现金净增加额	50911	-25422	-3719	2732	4850

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	123851	144460	112212	148261	182359
营业成本	96355	114804	91610	123012	150111
毛利润	27497	29656	20602	25250	32247
销售及管理费用	9768	12229	10599	10650	13136
研发费用	10586	11071	11023	10715	11922
经营利润	7143	6355	-1019	3885	7190
财务支出	-86	-82	-163	-96	-96
财务收入&投资收益	2083	2733	2008	2053	2053
衍生认股权证负债之公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收益/(支出)净额-非经营	1048	1087	46	0	0
利润总额	10452	9316	1352	6231	9535
所得税	-1357	1270	210	966	1478
已终止经营净利润	0	0	0	0	0
净利润	11809	8045	1142	5265	8057
少数股东损益	105	13	2	2	2
可转换可赎回优先股赎回价值增值	0	0	0	0	0
视向向优先股股东分派的股息	0	0	0	0	0
外汇折算调整可赎回可转换优先股	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	11704	8032	1141	5263	8055
Non-GAAP 归母净利润	12093	10657	2553	6870	9843

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	173	17	-22	32	23
营业利润 (%)	-303	-5	-108	-893	77
归属于母公司净利润 (%)	29264	-12	-76	169	43
获利能力					
毛利率 (%)	22.2	20.5	18.4	17.0	17.7
Non-GAAP 净利率 (%)	9.8	7.4	2.3	4.6	5.4
ROE (%)	19.5	11.3	1.6	6.8	9.4
ROIC (%)	16.6	53.5	36.6	-2.4	16.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.8	56.1	54.7	55.6	52.1
净负债比率 (%)	-140.3	-92.6	-86.0	-83.6	-81.4
流动比率	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9
速动比率	1.3	1.0	1.0	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	1290.8	1036.9	720.0	360.0	360.0
应付账款周转率	2.7	2.2	1.8	2.3	2.6
每股指标 (元)					
Non-GAAP EPS (最新摊薄)	5.7	5.0	1.3	3.4	4.9
每股经营现金流 (最新摊薄)	25.9	7.5	2.1	5.4	6.5
每股净资产 (最新摊薄)	28.5	33.4	35.9	38.5	42.5
估值比率					
经调整 P/E	11.7	13.3	55.4	20.6	14.4
P/B	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6
P/S	1.1	1.0	1.3	1.0	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

图表 1: 理想汽车核心预测: 年度

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总销量 (台)	90,491	133,246	376,030	500,511	406,749	592,063	696,063
理想 one	90,491	78,791	9,576				
理想 L9		38,973	114,377	85,908	46,943	54,763	54,763
理想 L8		15,482	117,990	77,053	44,731	45,724	45,724
理想 L7			134,087	133,051	78,998	80,151	80,151
理想 L6				193,823	165,726	151,425	151,425
理想 Mega				10,676	21,519	21,000	24,000
理想 i8					26,428	52,000	60,000
理想 i6					22,404	152,000	160,000
其他新车						35,000	120,000
总收入 (百万元)	27,010	45,287	123,851	144,460	112,212	148,261	182,359
车辆销售	26128	44106	120295	138538	106345	138749	171175
服务及其他	881	1180	3557	5922	5867	9512	11183
毛利率	21.3%	19.4%	22.2%	20.5%	18.4%	17.0%	17.7%
车辆销售	20.6%	19.1%	21.5%	19.8%	17.6%	16.0%	16.7%
服务及其他	44.1%	31.5%	47.4%	37.8%	32.5%	32.0%	32.0%
销售及管理费用率	-13%	-13%	-8%	-8%	-9%	-7%	-7%
研发费用率	-12%	-15%	-9%	-8%	-10%	-7%	-7%
营业利润 (百万元)	-1,017	-3,655	7,407	7,019	-539	4,274	7,578
营业利润率	-4%	-8%	6%	5%	0%	3%	4%
归母净利润 (百万元)	-321	-2,012	11,704	8,032	1,141	5,263	8,055
净利率	-1%	-4%	9%	5.6%	1.0%	3.5%	4.4%
EPS (Diluted, 元)	-0.2	-1.0	5.5	3.8	0.6	2.6	4.0
EPADS (Diluted, 元)	-0.3	-2.1	11.8	8.0	1.1	5.2	8.0
Non-GAAP 营业利润 (百万元)	84	-1,602	9,786	9,650	874	5,881	9,367
Non-GAAP 营业利润率	0.3%	-3.5%	7.9%	6.7%	0.8%	4.0%	5.1%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	780	41	12,093	10,657	2,553	6,870	9,843
Non-GAAP 净利率	3%	0%	10%	7.4%	2.3%	4.6%	5.4%
Non-GAAP EPS (Diluted, 元)	0.4	0.0	5.7	5.0	1.3	3.4	4.9
Non-GAAP EPADS (Diluted, 元)	0.0	0.0	11.4	10.0	2.5	6.8	9.8
单车 ASP (万元)	29	33	32	28	26	23	25
单车净利润 (万元)	-0.4	-1.5	3.1	1.6	0.3	0.9	1.2
Non-GAAP 单车净利润 (万元)	0.9	0.0	3.2	2.1	0.6	1.2	1.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 2: 理想汽车核心预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
总销量 (台)	92,864	111,074	93,211	109,600	97,495	152,427	157,427	184,713
理想 L9	12,190	14,447	11,506	8,800	8,533	14,447	14,447	17,336
理想 L8	12,940	14,828	8,163	8,800	7,764	11,862		14,235
理想 L7	20,983	26,391	17,624	14,000	12,590	21,113	21,113	25,335
理想 L6	44,347	52,007	38,372	31,000	26,608	39,005	39,005	46,806
理想 Mega	2,404	3,401	9,214	6,500	3,000	6,000	6,000	6,000
理想 i8			7,928	18,500	7,000	15,000	15,000	15,000
理想 i6			404	22,000	32,000	40,000	40,000	40,000
其他新车						5,000	10,000	20,000
总收入 (百万元)	25,927	30,246	27,365	28,675	23,515	38,024	39,604	47,118
车辆销售	24679	28885	25867	26914	21949	35575	37075	44150
服务及其他	1248	1360	1498	1761	1566	2449	2529	2968
毛利率	20.5%	20.1%	16.3%	16.6%	16.7%	17.1%	17.0%	17.2%
车辆销售	19.8%	19.4%	15.5%	15.5%	15.6%	16.1%	16.0%	16.2%
服务及其他	35.4%	33.5%	30.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
销售及管理费用率	-10%	-9%	-10%	-9%	-11%	-7%	-7%	-6%
研发费用率	-10%	-9%	-11%	-10%	-9%	-7%	-7%	-7%
营业利润 (百万元)	272	827	-1,177	-460	-689	1,282	1,528	2,153
营业利润率	1%	3%	-4%	-2%	-3%	3%	4%	5%
归母净利润 (百万元)	650	1,093	-625	23	-169	1,496	1,704	2,232
净利率	3%	4%	-2%	0%	-1%	4%	4%	5%
EPS (Diluted, 元)	0.3	0.5	-0.3	0.0	-0.1	0.7	0.8	1.1
EPADS (Diluted, 元)	0.6	1.1	-0.6	0.0	-0.2	1.5	1.7	2.2
Non-GAAP 营业利润 (百万元)	639	1,198	-913	-52	-371	1,681	1,938	2,633
Non-GAAP 营业利润率	2.5%	4.0%	-3.3%	-0.2%	-1.6%	4.4%	4.9%	5.6%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	1,018	1,464	-360	431	148	1,895	2,114	2,713
Non-GAAP 净利率	3.9%	4.8%	-1.3%	1.5%	0.6%	5.0%	5.3%	5.8%
Non-GAAP EPS (Diluted, 元)	0.5	0.7	-0.2	0.2	0.1	0.9	1.0	1.3
Non-GAAP EPADS (Diluted, 元)	1.0	1.4	-0.4	0.4	0.1	1.9	2.1	2.7
单车 ASP (万元)	27	26	28	25	23	23	24	24
单车净利润 (万元)	0.7	1.0	-0.7	0.0	-0.2	1.0	1.1	1.2
Non-GAAP 单车净利润 (万元)	1.1	1.3	-0.4	0.4	0.2	1.2	1.3	1.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com