

关注 26 年 L 系列改款周期

华泰研究

2025 年 11 月 29 日 | 中国香港

季报点评

乘用车

公司公布三季度业绩：25Q3 实现收入 274 亿元，同比-36%/环比-10%；归母净利润-6 亿元，同比-122%/环比-157%（转亏）。前三季度实现营收 835 亿元，同比-17%，归母净利 11 亿元，同比-75%。Q3 净利低于我们预期（Q3 前瞻预计为 0-10 亿元），主要系供应链扰动和 MEGA 召回影响毛利表现。展望 26 年，我们认为依靠 L 主销产品迭代及成本优化，叠加公司经营结构变化，公司有望在行业调整期实现销量提升，维持“买入”评级。

Q3 调整后汽车毛利率为 19.8%，MEGA 召回致成本短期增加

25Q3 公司销量 9.3 万辆，同比-39%，环比-16%。Q3 毛利率 16.3%，同比-5.2pct，环比-3.8pct，其中汽车毛利率 15.5%，同比-5.4pct，环比-3.9pct。毛利率表现承压，主要因为供应链瓶颈、理想 MEGA 召回产生的预估成本、以及交付量同比下滑导致产量下降，单位制造成本有所增加。剔除 MEGA 召回成本，调整后车辆毛利率为 19.8%。25Q3 SG&A 费用率 10.1%，同比-5.0pct，环比+0.5pct；研发费用率 10.9%，同比+3.0pct，环比+0.6pct。公司预计 25Q4 交付 10-11 万辆，同比-37%~-31%。

组织升级+具身智能双轮驱动，理想技术战略再进阶

理想计划实现重大组织架构调整，坚定地回到创业公司的管理模式，李想全权主导战略、产品与人才管理，研产销一体化协同效率有望显著提升；这一调整精准适配新能源与 AI 融合赛道，为具身智能布局筑牢组织基础。公司未来十年预计坚定具身智能路线，打造具备自动和主动能力的汽车（即汽车机器人），并赋予汽车“感知-决策-行动”的完整能力，主动提供全场景服务。公司目标在未来的 3-5 年内，让理想汽车成为具身智能领域表现最好的企业。我们认为，组织提效下技术落地有望加速，具身智能通过 VLA 实现场景化突破，两者协同将成为理想 2026 年差异化竞争的核心优势。

26 年 L 系列大改款提升竞争力，智驾 VLA 模型继续升级

公司预计 L 系列于 2026 年进行改款，改款围绕“2026 年理想重回增程产品领先地位”的整体战略目标。在车型配置上会回归精简的 SKU 模式，兼顾市场覆盖和供应链效率；在设计层面，会延续家族的经典设计基因，同时强化豪华质感的升级。并全系标配 5C 超充，实现和 i 系列更好的协同效应。改款预计在技术升级和交付节奏上更为确定。理想 VLA 司机大模型自 9 月全量推送后，行驶里程破 3.12 亿公里，日活用户提升 3 倍，里程渗透率提高 2.2 倍，表明智能辅助驾驶已深度融入用户生活。展望 26 年，我们看好公司 L 车型换代、以及 i9 新车、VLA 模型持续迭代带来销量回暖。

盈利预测与估值

考虑到公司 Q4 销量指引相对保守，且短期内增程和纯电 SUV 市场竞争或将进一步加剧（市场新品增加），我们下调 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年总收入为 1114/1378/1884 亿元（与此前相比-13%/-19%/-4%）；预计公司 25-27 年 GAAP 净利润 6/30/102 亿元（与此前相比-87%/-64%/-11%）；Non GAAP 净利润 32/46/125 亿元（与此前相比-55%/-56%/-9%）。采用可比公司估值法，可比公司平均 2026E 1.0xPS，考虑到公司组织效率提升，以及 L 系列改款竞争力有望大幅提升带动销量高增，给予公司 20%溢价，对应 26 年 1.2x PS（前值 20x PE），考虑到汇率波动，下调目标价为 84.80 港币（前值 105.43 港币），维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

84.80

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945研究员
songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王立献*

SAC No. S0570525020001

研究员
wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

张高栋*

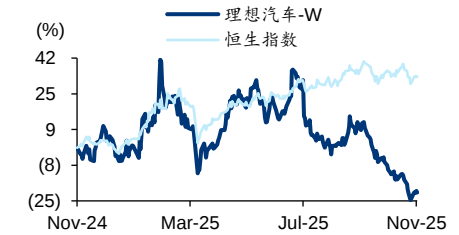
SAC No. S0570124120007

联系人
zhanggaodong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价 (港币 截至 11 月 28 日)	71.95
市值 (港币百万)	154,036
6 个月平均日成交额 (港币百万)	1,687
52 周价格范围 (港币)	68.40-138.30

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	144,460	111,405	137,758	188,363
+/-%	16.64	(22.88)	23.66	36.73
归母净利润 (百万)	8,045	576.23	2,987	10,199
+/-%	(31.87)	(92.84)	418.36	241.44
归母净利润 (调整后, 百万)	10,670	3,247	4,560	12,489
+/-%	18.19	(69.57)	40.43	173.88
EPS (调整后, 最新摊薄)	4.98	1.52	2.13	5.83
PE (调整后, 倍)	13.24	43.51	30.98	11.31
PB (倍)	2.01	2.05	1.96	1.72
ROE (调整后, %)	16.38	4.67	6.47	16.20
EV EBITDA (倍)	43.35	(26.61)	(89.32)	13.71
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整：调整 25-27 年收入至 1114/1378/1884 亿元

考虑到公司 Q4 销量指引相对保守，且短期内增程和纯电 SUV 市场竞争或将进一步加剧（市场新品增加），出于保守预估，我们调整公司 25-27 年收入为 1114/1378/1884 亿元（与此前相比-13%/-19%/-4%）。

收入下滑的同时，我们认为在电动序列新车上市拐点临近，短期毛利率或承受一定压力，下调 25-27 年毛利率为 18.5%/18.5%/18.6%（与此前相比-1.2/-1.2/-1.2pct）。

故我们调整 25-27 年 GAAP 净利润为 6/30/102 亿元（与此前相比-87%/-64%/-11%）；Non GAAP 净利润为 32/46/125 亿元（与此前相比-55%/-56%/-9%）。

图表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	128277	170580	195388	111405	137758	188363	-13.15%	-19.24%	-3.60%
毛利率率（%）	19.7%	19.7%	19.8%	18.5%	18.5%	18.6%	-1.23pct	-1.19pct	-1.20pct
净利润率（%）	3.52%	4.91%	5.84%	0.52%	2.17%	5.41%	-3.00pct	-2.74pct	-0.42pct
归母净利润（百万元）	4509	8369	11403	576.2	2987	10199	-87.22%	-64.31%	-10.56%
调整后归母净利润（百万元）	7180	10336	13778	3247	4560	12489	-54.78%	-55.88%	-9.35%

资料来源：华泰研究预测

估值：基于可比公司估值，调整目标价至 84.80 港币

公司 25-27 年收入预计为 1114/1378/1884 亿元，我们选取整车公司小鹏汽车、蔚来汽车、赛力斯作为理想的可比公司，可比公司平均 2026E 1.0x PS（前值 16x PE），基于公司中高端市场产品补强，高阶智驾能力领先，销售单价高、单车盈利性好，给予公司 20%溢价，对应 26 年 1.2x PS，考虑到汇率波动，下调目标价为 84.80 港币（前值 105.43 港币，26E 20xPE），维持“买入”评级。

图表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值（亿元）	预测营业收入（亿元）		PS（倍）	
			2025E	2026E	2025E	2026E
9868 HK	小鹏汽车	1457.93	798.21	1239.41	1.83	1.18
9866HK	蔚来	896.76	892.89	1259.78	1.00	0.71
601127 CH	赛力斯	2174.80	1718.82	2240.66	1.27	0.97
均值			1136.64	1579.95	1.37	0.95

注：EPS、PE 数据来源 Wind 一致预期，截止 2025 年 11 月 28 日，人民币港股汇率按 1 HKD=0.9106 CNY 测算

资料来源：Wind、华泰研究

图表3：季度经营情况总结

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	42,874	44,274	25,927	30,246	27,365	27,868	-37%	2%
营业成本	Rmb mn	33,650	35,303	20,608	24,179	22,896	23,151	-34%	1%
毛利率	%	21.5	20.3	20.5	20.1	16.3	16.9	-3.4pct	0.6pct
销售及管理费用	Rmb mn	3,360	3,077	2,531	2,718	2,769	2,900	-6%	5%
研发费用	Rmb mn	2,587	2,408	2,514	2,810	2,974	2,731	13%	-8%
营业利润	Rmb mn	3,433	3,703	272	827	-1177	-1,298	-135%	10%
税前利润	Rmb mn	3,400	4,062	774	1,289	-739	-646	-116%	-13%
所得税	Rmb mn	580	529	128	192	-115	-307	-158%	168%
归母净利润	Rmb mn	2,814	3,523	650	1,093	-625	-542	-115%	-13%
EPS	Rmb/sh	1.33	1.65	0.31	0.51	-0.29	-0.25	-115%	-13%
分部收入									
汽车销售	Rmb mn	41324	42643	24679	28885	25867	26989	-37%	4%
销量	Unit	152831	158696	92864	111074	93211	102878	-35%	10%
平均单价	Rmb	305539	303641	300297	293860	313588	296442	-2%	-5%
服务及其他	Rmb mn	1550	1631	1248	1360	1360	1017	-38%	-25%
分部毛利率									
汽车销售	%	21	20	20	19	16	16	-4.3pct	0.1pct
服务及其他	%	37	36	35	33	30	33	-3pct	3pct
毛利占比									
汽车销售	%	93.8	93.5	91.7	92.4	90.8	92.7	-0.8pct	1.9pct
服务及其他	%	6.2	6.5	8.3	7.6	9.2	7.3	0.8pct	-1.9pct

资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表4：季度经营情况对比表

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	3Q25E	A vs E
总收入	Rmb mn	42,874	44,274	25,927	30,246	30,246	27,365	11%
营业成本	Rmb mn	33,650	35,303	20,608	24,179	24,179	22,896	6%
毛利率	%	21.5	20.3	20.5	20.1	20.1	16.3	3.8
销售及管理费用	Rmb mn	3,360	3,077	2,531	2,718	2,718	2,769	-2%
研发费用	Rmb mn	2,587	2,408	2,514	2,810	2,810	2,974	-6%
营业利润	Rmb mn	3,433	3,703	272	827	827	-1177	-170%
税前利润	Rmb mn	3,400	4,062	774	1,289	1,289	-739	-274%
所得税	Rmb mn	580	529	128	192	192	-115	-268%
归母净利润	Rmb mn	2,814	3,523	650	1,093	1,093	-625	-275%
EPS	Rmb/sh	1.33	1.65	0.31	0.51	0.51	-0.29	-275%
分部收入								
汽车销售	Rmb mn	41324	42643	24679	28885	28885	25867	12%
销量	Unit	152831	158696	92864	111074	111074	93211	19%
平均单价	Rmb	305539	303641	300297	293860	293860	313588	-6%
服务及其他	Rmb mn	1550	1631	1248	1360	1360	1360	0%
分部毛利率								
汽车销售	%	21	20	20	19	19	16	22%
服务及其他	%	37	36	35	33	33	30	10%
毛利占比								
汽车销售	%	93.8	93.5	91.7	92.5	92.5	90.8	1.7
服务及其他	%	6.2	6.5	8.3	7.5	7.5	9.2	-1.7

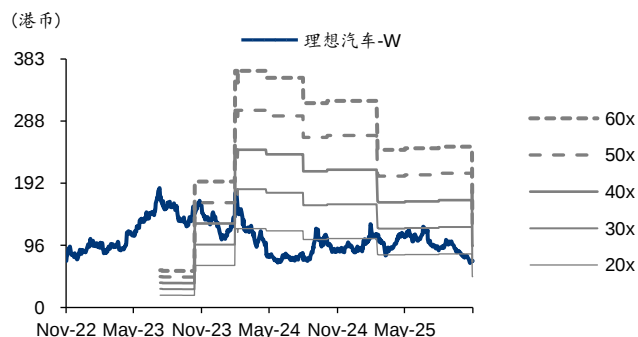
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表5：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内新能源汽车增速	%	36	40	22	15	13
国外新能源汽车增速	%	32	2	23	18	27
销量增速	%	180.7	33.1	-20.1	26.0	32.8
理想毛利率	%	22.2	20.5	18.5	18.5	18.6
业务拆分		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	Rmb mn	123850	144434	111405	137758	188363
分部拆分						
汽车销售	Rmb mn	120291	139166	106420	132737	181615
销量	10000 Unites	38	50	40	50	67
平均单价	Rmb	361479	314196	300616	297604	306610
服务及其他	Rmb mn	3,559	5,268	4,985	5,022	6,748
分部毛利率						
汽车销售	%	21.5	19	18	18	18
服务及其他	%	49	38	38	38	39
毛利占比						
汽车销售	%	94	93	91	93	93
服务及其他	%	6	7	9	7	7
核心财务指标		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	Rmb bn	4887	2476	-4,679	-1,340	7,431
净利润	Rmb bn	11809	8045	576	2,987	10,199
EPS	Rmb/sh	5.47	3.75	0.27	1.40	4.76

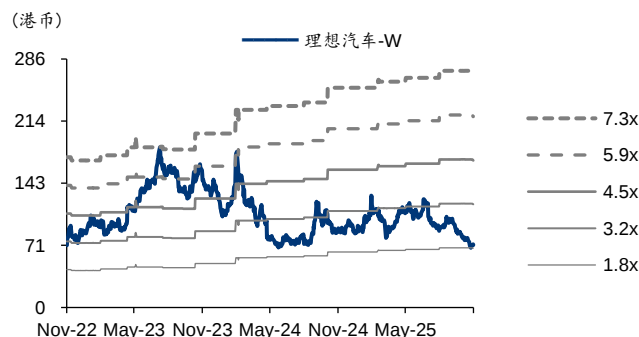
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表6：理想汽车-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：理想汽车-WPB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影
响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、
钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现断供，导致整体乘用车销量不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	123,851	144,460	111,405	137,758	188,363
销售成本	(96,355)	(114,804)	(90,834)	(112,289)	(153,256)
毛利润	27,497	29,656	20,571	25,469	35,107
销售及分销成本	(9,768)	(12,229)	(10,918)	(11,434)	(12,055)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	1,048	664.30	1,000	500.00	550.00
财务成本净额	1,997	1,632	1,054	550.67	263.39
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	10,188	7,912	677.91	3,514	11,998
税费开支	(1,357)	1,270	(101.69)	(527.10)	(1,800)
少数股东损益	104.99	12.90	0.00	0.00	0.00
净利润	11,809	8,045	576.23	2,987	10,199
非通用准则调整项	0.00	0.00	2,671	1,573	2,290
调整后归母净利润	9,028	10,670	3,247	4,560	12,489
折旧和摊销	(3,303)	(3,804)	(4,304)	(4,304)	(4,304)
EBITDA	4,887	2,476	(4,679)	(1,340)	7,431
EPS (人民币, 基本)	5.47	3.75	0.27	1.40	4.76

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	6,872	8,186	5,875	7,263	9,913
应收账款和票据	4,391	5,312	7,871	8,672	9,148
现金及现金等价物	91,329	65,901	61,304	67,704	87,380
其他流动资产	11,933	46,905	51,595	54,175	56,883
总流动资产	114,526	126,310	126,645	137,815	163,324
固定资产	11,188	11,188	15,506	16,901	20,244
无形资产	833.00	833.00	976.49	1,040	1,103
其他长期资产	16,921	23,284	26,833	28,803	31,009
总长期资产	28,942	35,305	43,316	46,744	52,356
总资产	143,467	161,615	169,961	184,558	215,680
应付账款	63,085	65,994	55,324	65,316	84,397
短期借款	7,672	977.56	1,378	1,978	2,778
其他负债	8,962	9,858	10,351	10,868	11,412
总流动负债	72,743	69,216	67,052	78,162	98,586
长期债务	10,150	21,813	33,476	33,976	34,476
其他长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总长期负债	10,150	21,813	33,476	33,976	34,476
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	60,143	70,141	68,988	71,975	82,173
股东权益	60,143	70,141	68,988	71,975	82,173
少数股东权益	432.60	445.50	445.50	445.50	445.50
总权益	60,575	70,586	69,433	72,420	82,619

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12.07	17.59	245.20	47.30	13.85
PB	2.35	2.01	2.05	1.96	1.72
调整后 PE (倍)	15.65	13.24	43.51	30.98	11.31
调整后 ROE	17.20	16.38	4.67	6.47	16.20
EV EBITDA	15.56	43.35	(26.61)	(89.32)	13.71
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	26.64	0.73	(9.37)	5.89	16.35

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,887	2,476	(4,679)	(1,340)	7,431
融资成本	(1,997)	(1,632)	(1,054)	(550.67)	(263.39)
营运资本变动	34,649	674.35	(10,919)	7,804	15,955
税费	(1,357)	1,270	(101.69)	(527.10)	(1,800)
其他	14,512	(21,438)	8,188	9,300	9,229
经营活动现金流	50,694	(18,650)	(8,565)	14,685	30,553
CAPEX	(7,575)	(8,798)	(6,193)	(6,372)	(7,320)
其他投资活动	(9,396)	(6,363)	(3,949)	(2,369)	(2,606)
投资活动现金流	(12.07)	(15,162)	(10,142)	(8,741)	(9,927)
债务增加量	2,755	4,969	12,063	1,100	1,300
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(2,570)	3,585	(675.84)	550.67	263.39
融资活动现金流	185.39	6,922	10,334	1,100	1,300
现金变动	50,867	(26,889)	(8,373)	7,044	21,926
年初现金	40,418	91,330	64,440	56,067	59,134
汇率波动影响	44.51	0.00	0.00	(3,977)	0.00
年末现金	91,330	64,440	56,067	59,134	81,060

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	173.48	16.64	(22.88)	23.66	36.73
毛利润	212.80	7.85	(30.63)	23.81	37.84
营业利润	(295.43)	(21.38)	(124.50)	(279.06)	354.05
净利润	0.00	(31.87)	(92.84)	418.36	241.44
调整后净利润	(544.22)	18.19	(69.57)	40.43	173.88
EPS (基本)	(681.65)	(31.37)	(92.83)	418.36	241.44
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	22.20	20.53	18.47	18.49	18.64
EBITDA	3.95	1.71	(4.20)	(0.97)	3.95
净利润率	9.53	5.57	0.52	2.17	5.41
调整后净利润率	7.29	7.39	2.91	3.31	6.63
ROE	22.49	12.35	0.83	4.24	13.23
调整后 ROE	17.20	16.38	4.67	6.47	16.20
ROA	10.27	5.27	0.35	1.69	5.10
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(122.22)	(61.46)	(38.34)	(44.11)	(61.00)
流动比率	1.57	1.82	1.89	1.76	1.66
速动比率	1.48	1.71	1.80	1.67	1.56
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.08	0.95	0.67	0.78	0.94
应收账款周转天数	8.91	12.09	21.30	21.62	17.03
应付账款周转天数	165.89	202.38	240.41	193.39	175.84
存货周转天数	25.55	23.61	27.86	21.06	20.17
现金转换周期	(131.43)	(166.68)	(191.24)	(150.71)	(138.64)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	5.47	3.75	0.27	1.40	4.76
EPS (调整后, 基本)	4.22	4.98	1.52	2.13	5.83
每股净资产	28.09	32.76	32.22	33.62	38.38

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 理想汽车-W (2015 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、王立献本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 理想汽车-W (2015 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司