

2025 年 11 月 30 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

李泽
SAC: S1350525030001
lize@huayuanstock.com
秦梓月
SAC: S1350525070008
qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 28 日

收盘价（港元）	71.95
一年内最高/最低（港元）	138.30/68.40
总市值（百万港元）	145,240.94
流通市值（百万港元）	145,240.94
资产负债率（%）	52.19

资料来源：聚源数据

理想汽车-W (02015. HK)

——剔除 MEGA 召回影响 2025Q3 业绩符合预期，静待面向具身智能的转型

投资要点：

- **MEGA 召回影响 2025Q3 毛利率及归母净利润，若剔除该影响 2025Q3 毛利率环比仍提升。**1、**营收：**理想汽车 2025Q3 营收为 273.6 亿元，同比-36%，环比-10%；其中，车辆销售收入为 258.7 亿元，同比-37%，环比-10%。**营收同环比下滑预计与汽车销量下滑有关（尤其 L 系列表现较弱），**2025Q3 汽车销量为 9.3 万辆，同比-39%，环比-16%。**单车销售 ASP 则呈提升趋势，**2025Q3 单车销售 ASP 为 27.75 万元，同比+3%，环比+7%，提升预计与产品结构改善有关，2025Q3 MEGA 销量占比 10%，同环比分别+8pct/+7pct。2、**毛利率：**2025Q3 毛利率为 16.3%，同比-5.2pct，环比-3.7pct；其中，汽车销售毛利率为 15.5%，同比-5.4pct，环比-3.9pct。毛利率环比下滑主要由于 MEGA 召回预估成本影响，若剔除 MEGA 召回预估成本影响（我们测算约 11 亿元），2025Q3 汽车销售毛利率为 19.8%，总体毛利率为 20.4%，环比分别提升 0.4/0.3pct，预计也与高售价的 MEGA 销量占比提升有关。3、**费用：**2025Q3 研发费用/SG&A 费用分别为 29.7/27.7 亿元，同比分别+15%/-18%，环比分别+6%/+2%，研发费用环比增长主要由于产品配置调整产生的相关开支，SG&A 费用环比则保持相对稳定；研发费用率/SG&A 费用率分别为 10.9%/10.1%，同比分别+4.8/+2.3pct，环比分别+1.6/+1.1pct，费用率环比增长也与营收环比下滑有关。4、**归母净利润：**受 MEGA 召回等影响，2025Q3 归母净利润同环比均转亏。2025Q3 GAAP 归母净利润为-6.2 亿元；non-GAAP 归母净利润为-3.6 亿元。2025Q3 单车 GAAP 归母净利润为-0.67 万元；单车 non-GAAP 归母净利润为-0.39 万元。5、**2025Q4 展望：**公司预计 2025Q4 汽车交付量为 10-11 万辆，10 月已交付 3.2 万辆，预计 11-12 月每月平均交付 3.4~3.9 万辆；公司预计 2025Q4 收入总额为 265~292 亿元，我们测算 2025Q4 单车整体 ASP 预计将环比下滑，预计与 i6 交付占比提升、MEGA 交付有所回落有关。
- **i6 及 L 系列改款有望助力 2026 年公司国内销量增长，公司亦加快出口布局。**1、**国内：**1）截至 11 月 1 日，i6 订单已超过 7 万辆，截至 10 月累计交付约 6 千辆，从 11 月起，为解决产能爬坡问题，i6 电池将启用双供应商模式，预计明年年初 i6 月产能将稳步提升到 2 万辆。2）此外，公司预计明年还将推出增程 L 系列大改款，①会回归精简的 SKU 模式，兼顾市场的覆盖和供应的效率。希望实现核心体验全系拉满，彻底消除入门版体验打折的痛点；②设计方面，会延续家族的经典设计基因，同时强化豪华质感的升级，平衡品牌的高辨识度以及用户体验的新鲜感，打造更加贴合家庭需求的产品形态；③技术方面，全系会标配 5C 超充技术，能和现在的纯电超充网络更好协同，更好地解决补能的焦虑。2、**出口：**理想增程系列车型亦正加快出海，10 月公司在乌兹别克斯坦开设了海外首家授权零售中心，面向当地市场销售理想 L9、L7 和 L6，11 月哈萨克斯坦的两家零售中心也将陆续开业。公司会优先拓展中亚、中东、欧洲以及亚太市场，坚定推进全球化布局。

- **VLA 升级有望提振消费者体验、并对销量产生正面影响。**VLA 已经在 9 月份全量推送给 AD Max 的车型，并且快速覆盖从新款的 i 系列到 22 款的理想 L9。用户日活及 MPI 均呈上升趋势。用户也普遍反馈，VLA 在纵向控制上更加丝滑、绕行决策更加果断、在复杂路口选路准确性方面也显著提升。公司将于 12 月初推送 OTA 8.1，进一步提升 VLA 感知能力，响应更加精准；**并将于 12 月底进行架构升级，重点强化语言和行为信息交互，优化决策流程，且会适配 2026 年自研芯片 M100 的上车。**后续公司还会推出行业首创防御性 AES 功能，升级安全防护能力；且会探索任意车位到任意车位全场景的泊车；此外，还会结合自建超充站，实现智能找车的功能。
- **面向第二个十年，公司做了三个重要的关键选择。**1、**组织：**过去三年公司学习职业经理人的管理体系，今年 Q4 开始致力于回到创业公司管理模式。2、**产品：**公司致力于将车做成具身智能产品（机器人），而不仅仅是电动车或智能终端，汽车是机器人的核心形态之一。3、**技术：**公司致力于构建一套不同于语言智能的 AI 系统，包含具身智能的感知、模型、操作系统、算力、本体。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年公司 non-GAAP 归母净利润分别为 23.1/49.6/79.3 亿元，同比增速分别为-78%/+114%/+60%，当前股价对应的 PE 分别为 61/28/18 倍。鉴于公司预计 2026 年将推出 L 系列大改款且 i6、i8 将全年放量，叠加公司逐步面向具身智能领域转型，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、技术研发或落地不及预期风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	123,851.3	144,459.9	112,412.7	136,866.1	149,619.1
同比增长率（%）	173.5%	16.6%	-22.2%	21.8%	9.3%
归母净利润（百万元）	12,092.6	10,657.2	2,313.6	4,962.3	7,925.5
同比增长率（%）	29430%	-12%	-78%	114%	60%
每股收益（元/股）	5.7	5.0	1.1	2.3	3.7
ROE（%）	20.1%	15.0%	3.2%	6.6%	9.8%
市盈率（P/E）	23.5	17.0	60.5	28.2	17.7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（注：为 non-GAAP 口径）

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	144,460	112,413	136,866	149,619	货币资金	65,901	52,872	54,530	58,600
增长率	16.6%	-22.2%	21.8%	9.3%	应收账款	5,312	5,777	6,193	6,538
营业成本	114,804	91,558	113,260	122,373	存货	8,186	8,774	9,438	10,198
%销售收入	79.5%	81.4%	82.8%	81.8%	其他流动资产	46,911	57,451	57,451	57,451
毛利	29,656	20,854	23,606	27,246	流动资产	126,310	124,874	127,612	132,786
%销售收入	20.5%	18.6%	17.2%	18.2%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	21,141	26,437	31,393	36,044
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9,244	9,270	9,293	9,314
销售费用	0	2,248	2,327	2,394	非流动资产	36,039	41,434	46,413	51,084
%销售收入	0.0%	2.0%	1.7%	1.6%	资产总计	162,349	166,308	174,025	183,871
管理费用	0	8,589	8,697	8,830	应付款项	53,596	55,952	57,888	59,487
%销售收入	0.0%	7.6%	6.4%	5.9%	短期借款	376	376	376	376
研发费用	11,071	11,373	11,555	11,755	其他流动负债	15,243	15,738	18,203	20,199
%销售收入	7.7%	10.1%	8.4%	7.9%	流动负债	69,216	72,066	76,468	80,062
财务费用	-1,632	-1,821	-2,075	-2,250	长期债务	8,795	8,795	8,795	8,795
%销售收入	-1.1%	-1.6%	-1.5%	-1.5%	其他长期负债	13,018	13,284	13,284	13,284
息税前利润 (EBIT)	7,683	-769	1,908	5,187	非流动负债	21,813	22,078	22,078	22,078
%销售收入	5.3%	-0.7%	1.4%	3.5%	负债总计	91,029	94,145	98,546	102,140
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	70,875	71,717	75,029	81,274
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	445	446	450	456
除税前利润	9,316	1,052	3,983	7,437	负债股东权益合计	162,349	166,308	174,025	183,871
利润率	6.4%	0.9%	2.9%	5.0%					
所得税	1,270	158	597	1,116	比率分析				
所得税率	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	8,045	894	3,386	6,322	每股指标				
少数股东损益	13	1	3	6	每股收益 (non-GAAP)	5.02	1.08	2.32	3.70
归属于母公司的净利润 (GAAP)	8,032	894	3,382	6,316	每股净资产	33.40	33.50	35.05	37.96
增长率	-31.4%	-88.9%	278.5%	86.7%	每股经营现金流	7.51	3.00	4.99	6.21
净利率	5.6%	0.8%	2.5%	4.2%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润 (non-GAAP)	10,657	2,314	4,962	7,926	回报率				
增长率	-11.9%	-78.3%	114.5%	59.7%	净资产收益率 (non-GAAP)	15.04%	3.23%	6.61%	9.75%
净利率	7.4%	2.1%	3.6%	5.3%	总资产收益率 (non-GAAP)	6.56%	1.39%	2.85%	4.31%
					投入资本收益率	8.24%	-0.80%	1.92%	4.85%
现金流量表					增长率				
单位：人民币(百万)					营业收入增长率	16.64%	-22.18%	21.75%	9.32%
	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-9.13%	-110.00%	348.21%	171.91%
净利润	8,032	894	3,382	6,316	净利润增长率	-31.37%	-88.87%	278.50%	86.72%
少数股东损益	13	1	3	6	总资产增长率	13.16%	2.44%	4.64%	5.66%
营运资金变动	2,070	1,798	3,321	2,490	资产管理能力				
其他变动	5,818	3,721	3,968	4,476	应收账款周转天数	0.3	0.5	0.4	0.4
经营活动现金流量净额	15,933	6,413	10,675	13,288	存货周转天数	23.6	33.3	28.9	28.9
资本开支	-7,730	-8,800	-9,000	-9,200	应付账款周转天数	165.4	215.4	180.9	172.6
投资	-34,377	-10,439	0	0	固定资产周转天数	46.0	76.2	76.1	81.1
其他	970	167	370	370	偿债能力				
投资活动现金流量净额	-41,137	-19,073	-8,630	-8,830	流动比率	1.82	1.73	1.67	1.66
股权募资	15	0	0	0	速动比率	1.71	1.61	1.55	1.53
债权募资	-525	0	0	0	净负债/股东权益	-79.54%	-60.56%	-60.09%	-60.48%
其他	95	-299	-318	-318	EBIT利息保障倍数	40.9	-2.4	6.0	16.3
筹资活动现金流量净额	-416	-299	-318	-318	资产负债率	56.07%	56.61%	56.63%	55.55%
现金净变动	-25,422	-13,029	1,657	4,070					

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。