

理想汽车 (LI US, 持有, 目标价: US\$18.50)

买入

持有

卖出

目标价: US\$18.50 当前股价: US\$18.39

股价上行/下行空间 +1%

52 周最高/最低价 (US\$) 33.12/17.59

市值 (US\$mn) 18,563

当前发行数量(百万股) 1,009

三个月平均日交易额 (US\$mn) 104

流通盘占比 (%) 83

主要股东 (%)

Amp Lee 22

Inspired Elite Investments 12

Zijin Global Inc. 12

按 2025 年 11 月 28 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	买入	↓
目标价 (US\$)	18.50	25.00	-26%
2025E EPS (RMB)	2.13	5.43	-61%
2026E EPS (RMB)	3.05	8.38	-64%
2027E EPS (RMB)	6.91	11.19	-38%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	135,782 (-18%)	178,943 (-28%)
EPS (RMB)	5.52 (-61%)	9.40 (-68%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

3Q 净利润转亏, 缺乏短期销量催化

- Mega 一次性召回造成 3Q25 约 11.1 亿元成本影响, 当季利润转亏;
- i6 受制于产能瓶颈交付受限, 短期销量缺乏催化;
- 下调至“持有”评级, 目标价为 18.50 美元。

Mega 召回产生一次性成本, 3Q25 转为亏损: 根据理想 3Q25 业绩报告, 受 Mega 召回事件影响, 公司汽车销售毛利率下滑至 15.5%; 而剔除该影响之后的汽车销售毛利率为 19.8%, 因此可测算召回事件拖累毛利约 11.1 亿元。同时, 受三季度交付量和收入同环比下降的影响, 理想当期 GAAP/Non-GAAP 净利润转为亏损 6.25 亿元/3.60 亿元。经营性现金流在三季度加速流出 74.0 亿元, 但截止 9 月末在手现金仍有 989 亿元。公司指引 4Q25 的交付量为 10~11 万辆 (同比 -37.0%~-30.7%), 对应收入为 265 亿元~292 亿元 (同比 -40.1%~-34.2%)。

i6 交付受制于产能瓶颈, 短期销量可能持续疲软: 管理层在业绩会上表示, i6 目前受制于关键零部件的供应问题正处于产能瓶颈, 目前正加速与二供合作提升产能, 预计在 2026 年初能够将月交付量提升至 2 万辆的水平。短期来看, 由于 1) i6 受产能制约, 2) L 系列车型正遭遇来自其他品牌更激烈的竞争, 3) Mega 召回事件对该车型销量的负面影响持续, 我们认为理想在未来几个月内提升销量的可能性较低。

具身智能+AI 为未来发展方向: CEO 李想在业绩会上阐述了公司未来十年的发展思路, 涉及以下三大方面。产品端: 理想将从具身智能的角度来定义汽车产品, 提供自动和主动服务的具身智能产品。技术端: 构建不同于语言智能的 AI 系统 (包括感知、模型和本体)。组织架构: 理想将重回创业公司管理模式以适应当前激烈的竞争环境。我们认为, 三方面的调整将构筑理想汽车其下一个十年的基本发展逻辑。

下调至“持有”评级, 下调目标价至 18.50 美元: 我们预计理想目前的销量由于缺乏短期催化可能持续处于低迷状态, 且明年新车型计划尚未公布, 销量可预见性较低。同时, 我们认为公司受 Mega 召回和市场竞争影响, 可能导致毛利率持续承压, 因此我们下调 2025~2027 年毛利率预测 2.4~3.2 个百分点, 并相应下调同期 Non-GAAP 归母净利润 38.2%~63.6%。**估值:** 由于理想汽车当期面临的经营业绩压力较大且长期 AI 投资计划的效果有待时间检验, 因此我们将估值调整至 40 倍 2026 年 P/E (Non-GAAP), 得到最新目标价为 18.50 美元, 下调至“持有”评级。

风险提示: 下行风险--新车销量不及预期; 海外市场拓展不及预期; 行业竞争格局加剧。上行风险--毛利率下降好于预期; 新产品的积极催化; 出台新的新能源汽车支持政策。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	123,851	144,460	111,365	128,146	148,792
息税前利润 (RMBmn)	7,407	7,019	(776)	356	5,010
归母净利润 (RMBmn)	12,093	10,657	2,291	3,308	7,732
每股收益 (RMB)	12.29	10.04	2.13	3.05	6.91
市盈率 (x)	18.4	18.0	61.3	42.9	18.9

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 1:核心盈利预测变化

单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	111,365	128,146	148,792	114,851	132,804	154,908	-3.0%	-3.5%	-3.9%
毛利润	20,524	22,506	29,038	24,047	28,899	33,890	-14.7%	-22.1%	-14.3%
毛利率 (%)	18.4%	17.6%	19.5%	20.9%	21.8%	21.9%	-2.5ppts	-3.2ppts	-2.4ppts
研发费用	11,500	12,000	13,500	11,500	12,500	13,500	0.0%	-4.0%	0.0%
销售及管理费用	11,000	11,550	12,128	12,000	12,240	12,852	-8.3%	-5.6%	-5.6%
归母净利润	929	1,878	6,230	3,084	6,202	9,476	-69.9%	-69.7%	-34.3%
每 ADR 收益 (稀释, 元)	0.92	1.85	5.95	3.06	6.10	9.05	-69.9%	-69.7%	-34.3%
Non-GAAP 归母净利润	2,291	3,308	7,732	5,840	9,096	12,514	-60.8%	-63.6%	-38.2%
Non-GAAP 每 ADR 收益 (稀释, 元)	2.13	3.05	6.91	5.43	8.38	11.19	-60.8%	-63.6%	-38.2%
预计交付量 (辆)	402,150	473,000	563,000	412,150	473,000	563,000	-2.4%	0.0%	0.0%

资料来源: 华兴证券预测

图表 2: 可比公司 P/E 估值

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			P/E(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
比亚迪	002594 CH	94.29	8,375	39,146	50,489	62,143	21	17	13
零跑汽车	9863 HK	52.85	684	998	2,945	6,074	69	23	11
均值			8,375	20,072	26,717	34,109	45	20	12
理想汽车	LI US	18.43	1,413	929	1,878	6,230	152	75	23

注: 1) 股价和市值数据截至 2025 年 11 月 27 日; 2) 比亚迪归母净利润预测来自 Wind; 3) 零跑汽车和理想汽车归母净利润预测来自华兴证券; 4) 零跑汽车股价货币单位为港币, 比亚迪为人民币, 理想汽车为美元。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

图表 3: 可比公司 P/S 估值

公司	股票代码	股价 (当地货币)	市值 (亿美元)	营业收入 (百万元)			P/S(x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
小鹏汽车	XPEV US	21.14	1,440	77,392	116,517	131,592	1.9	1.2	1.1
蔚来汽车	NIO US	5.46	960	86,095	103,137	118,945	1.1	0.9	0.8
零跑汽车	9863 HK	52.85	684	67,518	92,398	123,340	1.0	0.7	0.6
比亚迪	002594 CH	94.29	8,375	875,503	1,026,739	1,164,782	1.0	0.8	0.7
均值			2,865	276,627	334,698	384,665	1.2	0.9	0.8
理想汽车	LI US	18.43	1,413	111,365	128,146	148,792	9.1	7.9	6.8

注: 1) 股价和市值数据截至 2025 年 11 月 27 日; 2) 比亚迪收入预测来自 Wind; 3) 蔚来汽车、小鹏汽车、零跑汽车和理想汽车的收入预测来自华兴证券; 4) 零跑汽车股价货币单位为港币, 比亚迪为人民币, 小鹏汽车、蔚来汽车和理想汽车为美元。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

风险提示

下行风险：

- **新车销量不及预期：**虽然理想汽车在 9 月发布 i6 后已经取得超 7 万台订单，但目前 Mega 召回事件对公司的纯电车型销量会造成多大影响仍不确定，可能导致短期内销量不及预期，将对公司的收入和利润产生不利影响。
- **海外市场拓展不及预期：**随着国内新能源车销量渗透率的不断提升以及竞争不断加大，海外市场将是国内车企越来越重视的增量来源。但由于当前全球贸易摩擦加剧，叠加部分零部件供应可能面临的不稳定情况，理想汽车对海外市场的拓展进程可能不及预期。
- **行业竞争格局加剧：**理想汽车凭借精准的市场定位以及首家采用增程式技术在 30-50 万元的 SUV 细分市场中获得亮眼表现，但随着问界车型的推出以及更多车企发布增程式车型，理想汽车面临的竞争格局将更加激烈，可能导致销量不及预期。

上行风险：

- **毛利率降幅好于预期：**公司可能通过技术改进持续推进降本并加速交付 i6 车型以对冲毛利率的下降压力，因此毛利率的改善可能超过预期。此外，公司也有可能在未来数个季度大幅削减期间费用，以防止亏损扩大。
- **新车型积极催化：**尽管理想汽车 2026 年的新车发布节奏暂不明确，但若之后释放新车计划和发布信息有可能对股价产生积极催化作用。
- **出台新能源汽车支持新政策：**中国政府仍有可能出台新的新能源汽车扶持政策，包括地方补贴、车牌优惠政策、免税优惠等，从而进一步刺激理想汽车的销量及收入增长。
-

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	138,538	105,710	119,600	138,091
服务收入	5,922	5,655	8,546	10,701
营业收入	144,460	111,365	128,146	148,792
营业成本	(114,804)	(90,841)	(105,640)	(119,754)
毛利润	29,656	20,524	22,506	29,038
管理及销售费用	(23,301)	(22,500)	(23,550)	(25,628)
其中：研发支出	(11,071)	(11,500)	(12,000)	(13,500)
息税前利润	7,019	(776)	356	5,010
息税折旧及摊销前利润	7,369	(326)	906	5,710
利息收入	1,820	2,000	2,000	2,200
利息支出	(188)	(200)	(400)	(400)
税前利润	9,316	1,074	2,156	7,110
所得税	1,270	130	261	861
净利润	8,032	929	1,878	6,230
调整后净利润	10,657	2,291	3,308	7,732
基本每股收益 (RMB)	8.06	0.92	1.85	5.95
稀释每股调整收益 (RMB)	10.04	2.13	3.05	6.91

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	126,303	129,284	122,325	121,087
货币资金	65,901	65,596	56,110	51,730
应收账款	135	149	163	180
存货	8,186	8,595	8,853	9,118
其他流动资产	52,081	54,944	57,199	60,059
非流动资产	36,046	40,677	44,259	48,352
固定资产	21,141	25,369	27,906	30,697
无形资产	920	920	920	920
商誉	0	0	0	0
其他	10,520	10,669	11,745	12,918
资产	162,349	169,961	166,584	169,440
流动负债	69,216	75,618	82,565	90,161
短期借款	281	309	371	445
预收账款	0	0	0	0
应付账款	53,596	58,956	64,851	71,337
长期借款	8,152	8,967	9,146	9,329
非流动负债	12,941	15,088	15,659	16,151
负债	91,029	100,537	108,581	117,336
股份	2	2	2	2
资本公积	74,626	89,481	92,166	96,774
未分配利润	(9,471)	(20,262)	(34,408)	(44,964)
归属于母公司所有者权益	70,875	68,934	57,415	51,398
少数股东权益	445	490	588	706
负债及所有者权益	162,349	169,961	166,584	169,440

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,032	929	1,878	6,230
折旧摊销	350	450	550	700
利息（收入）/支出	1,632	1,800	1,600	1,800
其他非现金科目	5,566	1,000	500	501
其他	(1,632)	(1,800)	(1,600)	(1,800)
营运资本变动	674	5,163	5,995	6,594
经营活动产生的现金流量	14,635	7,557	8,940	14,045
资本支出	(6,000)	(8,000)	(7,000)	(7,000)
收购及投资	(102,532)	(92,279)	(101,507)	(101,507)
处置固定资产及投资	80,394	82,994	92,928	92,928
其他	(500)	(400)	(1,800)	(1,800)
投资活动产生的现金流量	(28,638)	(17,685)	(17,378)	(17,378)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	(1,100)	(592)	(1,092)	(1,092)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(1,100)	(592)	(1,092)	(1,091)
现金及现金等价物净增加额	(15,058)	(10,675)	(9,486)	(4,380)
自由现金流	8,635	(443)	1,940	7,045

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量（辆）	500,508	402,150	473,000	563,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	16.6	(22.9)	15.1	16.1
毛利润	7.9	(30.8)	9.7	29.0
息税折旧及摊销前利润	(3.8)	(104.4)	377.6	530.5
净利润	(31.4)	(88.4)	102.2	231.8
调整后净利润	(11.9)	(78.5)	44.4	133.7
稀释每股调整收益	(32.3)	(88.6)	100.2	222.1
调整后稀释每股调整收益	(18.3)	(78.8)	43.0	126.9
盈利率 (%)				
毛利率	20.5	18.4	17.6	19.5
息税折旧摊销前利润率	5.1	(0.3)	0.7	3.8
息税前利润率	4.9	(0.7)	0.3	3.4
净利率	5.6	0.8	1.5	4.2
调整后净利率	7.4	2.1	2.6	5.2
净资产收益率	11.3	1.3	3.3	12.1
总资产收益率	4.9	0.5	1.1	3.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.3
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.2
估值比率 (x)				
市盈率	18.0	61.3	42.9	18.9
市净率	2.5	1.9	2.3	2.7
市销率	0.9	1.2	1.0	0.9

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取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，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。