

买入

2025 年 12 月 2 日

换代季销量承压，组织架构革新

- **产品切换期销量承压，车辆毛利率稳健：**2025 年 Q3 车辆销售收入为人民币 259 亿元（36 亿美元），较 2024 年 Q3 的人民币 413 亿元减少 37.4%，较 2025 年 Q2 的人民币 289 亿元减少 10.4%。2025 年 Q3 的车辆毛利率为 15.5%，2024 年 Q3 为 20.9%，2025 年 Q2 为 19.4%。剔除理想 MEGA 召回预估成本的影响，2025 年 Q3 的车辆毛利率为 19.8%。
- **i6 产能爬坡，纯电车型订单充足：**理想汽车纯电车型展现出强劲势头，理想 i8 和理想 i6 的订单总数已超过 10 万。针对目前供应链吃紧的情况，理想汽车从 11 月起启动了 i6 的双电池供应商模式，两家供应商的电池性能与质量标准将保持一致，而到明年年初，i6 的月产能将稳步提升至 2 万台。
- **L 系列即将改款，自研 M100 芯片上车：**L 系列将在 2026 年带来新改款，将回归精简 SKU 设置，兼顾市场覆盖和供应效率；将实现核心体验全系拉满，消除目前入门版的体验痛点；将在延续经典设计的同时，强化豪华质感升级；将全系标配 5C 超充，以实现与纯电超充网络的协同。同时，2026 年理想汽车自研的 M100 芯片也将量产交付，将与理想汽车的基础模型、编译器和软件系统协同设计，从而达成最高效的人工智能能力，下一代产品或将实现性价比 3 倍的提升。
- **回归创业公司模式：**公司 11 月组织架构调整将组织部与人力资源部整合，并新设 CFO 职能群组，标志着公司管理模式的重大转型。李想在财报电话会中明确阐释了此次调整的战略意图——回归创业公司管理模式，强调其聚焦产品力、质量管控、效率提升和现金流管理的四大核心优势。此次架构重组将提升决策效率、优化资本配置，并突出产品导向，为应对行业激烈竞争提供更灵活的组织保障。
- **目标价 20.69 美元/87.85 港元，买入评级：**产品换代周期后我们预计 26 年公司销量恢复增长，我们预测公司 2025-2027 年的销量分别达到 40 万辆、49 万辆、67 万辆，收入分别为 1122 亿元、1345 亿元和 1715 亿元，归母净利润分别为 11 亿元、28 亿元和 58 亿元。结合公司销量和智能驾驶估值，给予公司 26 年 1.2 倍 PS，求得合理股价为 20.69 美元/87.85 港元，较现价有 15%/26% 的上涨空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

刘家晖

852-25321956

jex.liu@firstshanghai.com.hk

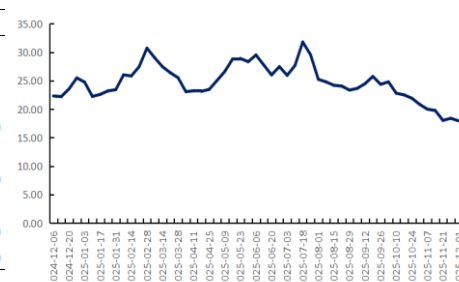
主要资料

行业	新能源汽车	
股价	17.9 美元/69.7 港元	
目标价	20.69 美元/87.85 港元 (15%/26.0%)	
股票代码	LI.O/2015.HK	
已发行股本	10.70 亿股	
总市值	192 亿美元	
52 周高/低	33.12 美元/17.59 美元	
每股净资产	33.95 元	
主要股东	Amp Lee Ltd. 21.69% DeutscheBankAktiengesellschaft 12.49% InspiredElite 12.06%	

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入(百万元)	123,851	144,460	112,269	134,499	171,551
变动(%)	173%	17%	-22%	20%	28%
归母净利润(百万元)	11,704	8,032	1,103	2,814	5,829
变动(%)	1806%	-31%	-86%	154%	107%
每股盈利(元)	5.95	4.03	0.55	1.39	2.89
变动(%)	635%	-32%	-86%	155%	107%
市盈率@69.65港元	10.7	15.7	116.0	45.5	22.0
每股股息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：wind

主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	123,851	144,460	112,269	134,499	171,551	盈利能力					
- 主营业务收入成本	96,355	114,804	91,054	113,854	144,731	毛利率 (%)	22%	21%	19%	15%	16%
毛利	27,497	29,656	21,215	20,645	26,820	EBITDA利率 (%)	8%	7%	2%	4%	6%
营业开支	20,354	23,300	21,668	18,830	21,444	净利率 (%)	10%	6%	1%	2%	3%
- 销售及一般行政管理	9,768	12,229	10,666	8,742	10,293	营运表现					
- 研究与开发	10,586	11,071	11,002	10,087	11,151	行政管理与销售费用/收入(%)	8%	8%	10%	7%	6%
营业利润	7,407	7,019	-453	1,815	5,376	研究和开发费用/收入(%)	9%	8%	10%	8%	7%
- 利息支出	-86	-188	-110	-152	-167	实际税率 (%)	13%	-14%	-14%	-14%	-14%
- 营业外亏损净额	3,131	2,484	1,900	1,716	1,780						
税前利润	10,452	9,315	1,338	3,379	6,990						
- 所得税支出	1,357	-1,270	-182	-461	-953						
净利润	11,809	8,045	1,129	2,866	5,933	财务状况					
净利润率	10%	6%	1%	2%	3%	总负债/总资产	58%	56%	63%	58%	54%
Non-gaap净利润	14,188	10,675	3,150	5,287	9,021	收入/净资产	86%	89%	77%	87%	97%
Non-gaap净利润率	11%	7%	3%	4%	5%	经营性现金流/收入	41%	11%	1%	6%	12%
主营业务增速 (%)	173%	17%	-22%	20%	28%	税前盈利对利息倍数	502%	512%	70%	197%	393%

资产负债表						现金流量表					
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	91,329	65,901	54,951	58,772	74,838	净利润	11,809	8,045	1,129	2,866	5,933
应收账款	144	135	108	130	165	折旧和摊销	1,995	2,572	3,088	3,810	4,500
存货	6,872	8,186	5,971	7,467	9,492	库存	9	27	-21	-36	165
其他流动资产	16,181	52,088	52,347	52,619	52,904	其他	36,881	5,290	-2,968	1,758	10,046
总流动资产	114,526	126,310	113,378	118,987	137,400	营运活动现金流	50,694	15,933	1,228	8,399	20,644
固定资产	15,745	21,141	24,969	29,159	32,659	购买、处置物业、厂房及设备	-6,507	-7,730	-8,000	-8,000	-8,000
无形资产	864	915	915	915	915	购买长期投资	-198	-31	-31	-31	-31
长期投资	1,595	923	923	923	923	其他投资活动	6,495	-33,407	2,436	2,436	2,436
总资产	143,467	162,349	144,916	154,715	176,627	借款偿还	-2,751	-996	-1,000	-1,000	-1,000
应付账款	51,870	53,596	44,903	40,551	43,618	其他融资活动	6,693	7,314	1,386	8,986	8,986
短期银行贷款	6,975	281	10,891	12,367	13,844	融资活动现金流	185	-416	-6,614	986	986
其他短期负债	65,767	68,935	60,147	55,795	58,862	现金变化	50,911	-25,422	-10,950	3,821	16,066
总流动负债	72,743	69,216	71,038	68,162	72,706	汇兑损益	45	198	0	0	0
长期银行贷款	1,747	8,152	7,274	8,261	9,247	期初持有现金	40,418	91,330	65,908	54,958	58,779
其他负债	8,402	13,661	13,019	13,019	13,019						
总负债	82,892	91,029	91,331	89,442	94,972						
总股东权益	60,575	71,320	72,423	75,238	81,066						

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。