

## 买入

2026年4月20日

### 短期基本面筑底，进入新产品周期

- 短期基本面筑底，边际改善明确：**理想汽车 2025 全年营收 1123 亿元（同比-22.3%），归母净利润 11.39 亿元（同比-85.8%），综合毛利率 18.7%（同比-1.8pct），主要系销量下滑至 40.63 万辆（同比-18.8%）、纯电低价车型占比提升及 AI 研发投入加大（全年 113 亿元，约 50%投向智能化）所致。Q4 环比明显改善，营收 288 亿元（环比+5.2%）、Non-GAAP 净利润 2.7 亿元（环比扭亏）、毛利率 17.8%（环比+1.5pct）。2026 年 Q1 交付 9.5 万辆（超额完成目标），3 月单月 4.1 万辆，重回高位，需求端筑底回升。
- 新产品周期开启，毛利率有望提升：**公司进入 2026 年新品周期，纯电 i6 产能爬坡迅速，2026 年 3 月交付 2.4 万辆（占比近 60%），月产能稳定 2 万台。全新 L9 将在二季度上市，搭载双自研 5nm “马赫 100” 芯片（总算力 2560TOPS）、第三代增程器、72.7kWh5C 超充电电池、全线控底盘。纯电旗舰 i9 将于下半年上市，冲击高端纯电市场，打开 ASP 与毛利空间。2025 年理想汽车销售网络聚焦“效率优化+下沉深耕”，全国 159 城布局 904 家零售门店，同步完善 547 家售后中心与 3966 座超充站，构建“销售-服务-补能”全链路覆盖体系。
- 现金储备行业领先，足以支撑 AI 转型与新品周期：**截至 2025 年末，现金及等价物达 1012 亿元，无有息负债，净现金规模稳居国内新能源车企首位，提供极强抗风险能力与战略投入自由度。2025 年研发投入 113 亿元（+2.2%），约 50%投向 AI 智能化，自研 5nm “马赫 100” 芯片、VLA 司机大模型与 MindVLA-01 具身智能体系进展迅速，研发组织重构，按“脏器、脑、软件本体、硬件本体”四大体系重建，加速模型迭代与软硬件闭环。
- 目标价 23.20 美元/90.70 港元，买入评级：**26 年公司处于产能爬坡和产品换代周期，预计 26 年公司销量企稳，我们预测公司 2026-2028 年的销量分别达到 50.7 万辆、53.6 万辆、62.3 万辆，收入分别为 1371 亿元、1485 亿元和 1676 亿元，归母净利润分别为 15 亿元、31 亿元和 44 亿元。结合公司国内销量和 AI 估值，给予公司 26 年 1.2 倍 PS，求得合理股价为 23.20 美元/90.70 港元，较现价有 25.1% 的上涨空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

刘家暉

852-25321956

jex.liu@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

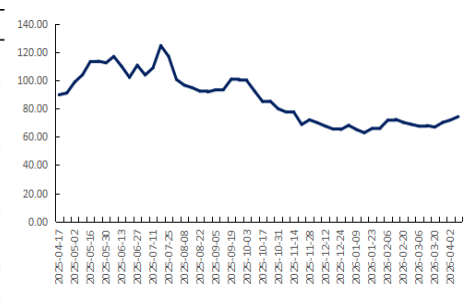
行业	新能源汽车
股价	18.54 美元/72.5 港元
目标价	23.20 美元/90.70 港元 (25.1%)
股票代码	LI.O/2015.HK
已发行股本	10.70 亿股
总市值	188 亿美元
52 周高/低	32.02 美元/15.71 美元
每股净资产	38.75 元
主要股东	AmpLeeLtd. 21.69% InspiredElite 12.17% DeutscheBankAktiengesellschaft 10.22%

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入(百万元)	144,460	112,312	137,074	148,475	167,582
变动(%)		-22%	22%	8%	13%
归母净利润(百万元)	8,032	1,124	1,530	3,072	4,386
变动(%)		-94%	231%	101%	44%
每股盈利(元)	4.03	0.56	0.76	1.52	2.18
变动(%)		-86%	36%	101%	43%
市盈率@72.5港元	16.2	117.0	85.9	42.8	30.0
每股股息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



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	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	123,851	144,460	112,312	137,074	148,475	167,582	盈利能力						
- 主营业务收入成本	96,355	114,804	91,327	115,725	127,021	145,030	毛利率 (%)	22%	21%	19%	16%	14%	13%
毛利	27,497	29,656	20,985	21,349	21,454	22,551	EBITDA利率 (%)	8%	7%	2%	2%	3%	4%
营业开支	20,354	23,300	21,980	21,247	20,044	20,110	净利率 (%)	9%	6%	1%	1%	2%	3%
- 销售及一般行政管理	9,768	12,229	10,665	11,651	11,136	11,731	营运表现						
- 研究与开发	10,586	11,071	11,315	9,595	8,909	8,379	行政管理与销售费用收入 (%)	8%	8%	9%	9%	8%	7%
营业利润	7,407	7,019	-521	102	1,410	2,441	研究和开发费用收入 (%)	9%	8%	10%	7%	6%	5%
- 利息支出	-86	-188	-168	-105	-163	-173	实际税率 (%)	13%	-14%	-12%	-12%	-12%	-12%
- 营业外亏损净额	3,131	2,484	2,592	1,813	2,387	2,999	财务状况						
税前利润	10,452	9,315	1,297	1,811	3,635	5,268	总负债/总资产	58%	56%	53%	66%	68%	69%
- 所得税支出	1,357	-1,270	-158	-221	-443	-642	收入/净资产	86%	89%	73%	77%	69%	66%
归母净利润	11,704	8,032	1,124	1,560	3,132	4,506	经营性现金流/收入	41%	11%	-8%	25%	24%	23%
净利润率	9%	6%	1%	1%	2%	3%	税前盈利对利息倍数	502%	512%	68%	100%	152%	176%
Non-gaap净利润	14,188	10,670	23,972	4,028	5,805	7,523							
Non-gaap净利率	11%	7%	21%	3%	4%	4%							
主营业务增速 (%)	173%	17%	-22%	22%	8%	13%							
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	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	91,329	65,901	56,692	88,685	122,755	159,268	净利润	11,704	8,032	1,124	1,560	3,132	4,506
应收账款	144	135	120	156	169	190	折旧和摊销	1,962	2,552	2,917	3,261	3,578	3,880
存货	6,872	8,186	8,752	10,732	11,779	13,449	库存	-1,248	-3,099	-2,579	-13	-22	190
其他流动资产	16,181	52,088	49,721	49,980	50,251	50,537	其他	38,275	8,448	-10,073	29,328	29,525	30,081
总流动资产	114,526	126,310	115,285	149,552	184,954	223,444	营运活动现金流	50,694	15,933	-8,611	34,136	36,214	38,657
固定资产	15,745	21,141	22,775	22,326	22,748	22,868	购买、处置物业、厂房及设备	-6,507	-7,730	-4,210	-4,000	-4,000	-4,000
无形资产	864	915	1,192	1,192	1,192	1,192	购买长期投资	-198	-31	-61	-61	-61	-61
长期投资	1,595	923	849	849	849	849	其他投资活动	6,495	-33,407	3,507	939	939	939
总资产	143,467	162,349	154,294	179,008	214,832	253,442	借款偿还	-2,751	-996	-279	-1,000	-1,000	-1,000
应付账款	51,870	53,596	40,579	67,457	94,335	121,213	其他融资活动	6,693	7,314	4,977	4,917	4,917	4,917
短期银行贷款	6,975	281	6,218	8,667	9,426	10,185	融资活动现金流	185	-416	767	917	917	917
其他短期负债	65,767	68,935	57,329	84,207	111,085	137,963	现金变化	50,911	-25,422	-9,000	31,993	34,070	36,513
总流动负债	72,743	69,216	63,547	92,874	120,511	148,148	汇兑损益	45	198	-453	0	0	0
长期银行贷款	1,747	8,152	3,299	10,475	11,392	12,310	期初持有现金	40,418	91,330	65,908	56,908	88,901	122,971
其他负债	8,402	13,661	14,309	13,961	13,961	13,961							
总负债	82,892	91,029	81,155	117,310	145,864	174,418							
总股东权益	60,575	71,320	72,444	73,974	77,047	81,433							

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。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。