

汽车	收盘价 港元 60.45	目标价 港元 75.36	潜在涨幅 +24.7%
----	-----------------	-----------------	----------------

2026年5月29日

## 理想汽车 (2015 HK)

### 1Q26 毛利率承压，2Q-3Q26 换代影响或持续；维持中性

① **1Q26 毛利率承压**。理想汽车 1Q26 交付 95,142 辆，同比+2.5%；总收入人民币 229.8 亿元，同比-11.4%、环比-20.1%；汽车销售收入人民币 215.3 亿元，同比-12.7%、环比-21.0%；净亏损人民币 22.8 亿元，Non-GAAP 净亏损人民币 21.1 亿元。1Q26 整车 ASP 约人民币 22.6 万元，较 4Q25 环比下降约 9%，反映车型结构变化及 BEV 占比提升对单车收入的摊薄。业绩核心压力不在销量，而在毛利率：整车毛利率降至 6.1%，同比-13.7ppts、环比-10.7ppts；整体毛利率 7.9%，同比-12.6ppts、环比-9.9ppts。毛利率下行主要与 i6 交付相关用户政策、原材料价格波动及 L 系列换代周期有关。经营费用合计人民币 48.1 亿元，环比减少约 7.7 亿元，但难以抵消毛利收缩。经营亏损人民币 30.0 亿元，FCF 为-73.9 亿元。

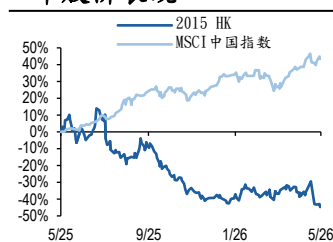
② **2Q26 指引不及预期**。管理层指引 2Q26 交付 9.5-10.0 万辆，同比-14.5%至-10.0%；收入人民币 241-254 亿元，同比-20.2%至-16.0%。我们测算 2Q26 隐含整车 ASP 约人民币 23.8 万元，较 1Q26 约 22.6 万元环比升约 5%，主要来自 L9 换代后高价车型占比提升。交付节奏上 2Q26 指引隐含 5-6 月月均 30,458-32,958 辆，较 4 月低约 3%-11%，说明短期指引偏谨慎，核心变量从量的爬坡转向结构修复与毛利修复。全新 L9 已于 5 月开启交付，L9 Livis 上市前两周末定超 1 万台；全新 L8 计划 6 月底发布并交付。技术端，MAHE M100 车规 5nm AI 推理芯片与 MindVLA 大模型已实现一体化上车，管理层表示，M100 在相近成本下带来更高有效算力，并将在 6 月举办软件和 AI 发布会。

③ **维持中性，2Q-3Q26 预计换代影响或持续**。我们认为，理想 1Q26 是一次换代阵痛，但盈利质量不及市场此前对公司经营韧性的认知。短期看，股价修复需验证两点：1) L9/L8 换代后能否拉动 ASP 与毛利率回升；2) 以及 2Q26 整车毛利率能否从低位恢复至约 10%或以上。但目前高端 SUV 竞争激烈，进入存量市场之争，我们预期 2Q-3Q26 可能持续承压。与此同时，理想具身智能战略尚未有具体的落地方向，短期难以打开估值上限。维持中性及目标价 75.4 港元/19.4 美元 (LIUS)。

#### 个股评级

中性

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	124.50
52周低位 (港元)	60.20
市值 (百万港元)	207,270.97
日均成交量 (百万)	15.01
年初至今变化 (%)	(6.78)
200天平均价 (港元)	68.90

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

#### 财务数据一览

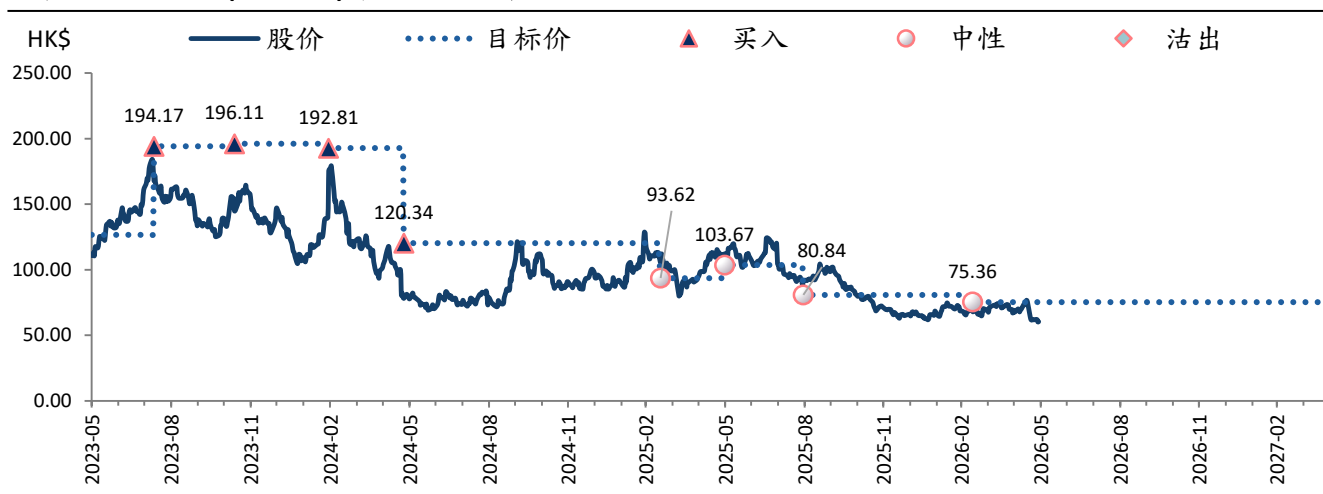
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	144,460	112,313	134,674	143,864	145,277
同比增长 (%)	16.6	-22.3	19.9	6.8	1.0
净利润 (百万人民币)	8,032	1,124	2,356	3,960	4,744
每股盈利 (人民币)	4.03	0.52	1.10	1.85	2.21
同比增长 (%)	-32.2	-87.0	109.5	68.1	19.8
市盈率 (倍)	13.0	99.7	47.6	28.3	23.6
每股账面净值 (人民币)	36.24	34.13	35.23	37.08	39.30
市账率 (倍)	1.44	1.53	1.48	1.41	1.33

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 理想汽车 (2015 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车及电池行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	34.38	54.84	59.51%	2025年10月30日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	65.84	94.74	43.89%	2025年10月24日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	14.77	18.88	27.83%	2026年3月27日	电池
3931 HK	中创新航	买入	30.68	42.88	39.77%	2026年3月31日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	415.68	512.00	23.17%	2026年3月10日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.37	22.63	99.03%	2025年8月27日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	38.92	69.55	78.70%	2026年4月1日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	11.26	7.16	-36.41%	2025年3月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	37.06	45.80	23.58%	2026年3月30日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	42.14	44.50	5.60%	2026年4月30日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	35.31	38.00	7.62%	2026年4月30日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	19.89	34.66	74.26%	2025年9月16日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	156.40	269.66	72.42%	2025年9月16日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	30.76	49.16	59.82%	2026年3月26日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	44.34	65.83	48.47%	2026年3月11日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.55	8.40	51.35%	2026年3月11日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	90.30	138.53	53.41%	2026年3月30日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.41	17.50	68.11%	2026年3月30日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.87	24.21	28.30%	2025年8月15日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	82.98	135.20	62.93%	2026年4月1日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	66.35	134.69	103.00%	2025年3月12日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	60.45	75.36	24.70%	2026年3月13日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	15.54	19.40	24.84%	2026年3月13日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.54	3.34	31.50%	2024年4月1日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 29 日

## 财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	144,460	112,313	134,674	143,864	145,277
主营业务成本	(114,804)	(91,327)	(111,354)	(118,268)	(119,429)
<b>毛利</b>	<b>29,656</b>	<b>20,985</b>	<b>23,320</b>	<b>25,596</b>	<b>25,848</b>
销售及管理费用	(12,229)	(10,665)	(12,794)	(12,948)	(12,349)
研发费用	(11,071)	(11,315)	(10,505)	(10,934)	(10,896)
其他经营净收入/费用	664	474	568	607	613
<b>经营利润</b>	<b>7,019</b>	<b>(521)</b>	<b>589</b>	<b>2,322</b>	<b>3,216</b>
财务成本净额	(188)	(168)	(200)	(207)	(206)
其他非经营净收入/费用	2,484	1,986	2,382	2,544	2,570
<b>税前利润</b>	<b>9,316</b>	<b>1,297</b>	<b>2,772</b>	<b>4,659</b>	<b>5,581</b>
税费	(1,270)	(158)	(416)	(699)	(837)
非控股权益	(13)	(15)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>8,032</b>	<b>1,124</b>	<b>2,356</b>	<b>3,960</b>	<b>4,744</b>
作每股收益计算的净利润	8,032	1,124	2,356	3,960	4,744

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	65,908	56,908	58,888	65,156	71,907
有价证券	46,905	44,331	44,553	44,776	45,000
应收账款及票据	135	120	1,107	1,577	1,990
存货	8,186	8,752	13,118	14,257	14,724
其他流动资产	5,177	5,174	5,504	5,621	5,740
<b>总流动资产</b>	<b>126,310</b>	<b>115,286</b>	<b>123,171</b>	<b>131,386</b>	<b>139,361</b>
物业、厂房及设备	21,141	22,775	23,465	23,206	21,995
无形资产	915	1,192	1,408	1,663	1,963
其他长期资产	13,983	15,043	15,102	15,383	15,671
<b>总长期资产</b>	<b>36,039</b>	<b>39,010</b>	<b>39,975</b>	<b>40,251</b>	<b>39,630</b>
<b>总资产</b>	<b>162,349</b>	<b>154,296</b>	<b>163,146</b>	<b>171,637</b>	<b>178,990</b>
短期贷款	281	6,218	6,840	7,523	8,276
应付账款	53,596	40,579	45,762	48,603	49,408
其他短期负债	15,339	16,751	17,421	18,125	18,865
<b>总流动负债</b>	<b>69,216</b>	<b>63,548</b>	<b>70,023</b>	<b>74,252</b>	<b>76,548</b>
长期贷款	8,152	3,299	3,464	3,637	4,036
其他长期负债	13,661	14,309	14,163	14,292	14,207
<b>总长期负债</b>	<b>21,813</b>	<b>17,608</b>	<b>17,627</b>	<b>17,929</b>	<b>18,242</b>
<b>总负债</b>	<b>91,029</b>	<b>81,156</b>	<b>87,650</b>	<b>92,181</b>	<b>94,791</b>
储备及其他资本项目	71,320	73,140	75,496	79,456	84,200
<b>股东权益</b>	<b>71,320</b>	<b>73,140</b>	<b>75,496</b>	<b>79,456</b>	<b>84,200</b>
<b>总权益</b>	<b>71,320</b>	<b>73,140</b>	<b>75,496</b>	<b>79,456</b>	<b>84,200</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	8,045	1,139	2,356	3,960	4,744
折旧及摊销	3,131	4,259	5,209	6,159	7,110
营运资本变动	3,869	(12,640)	(35)	1,668	388
利息调整	0	0	1	2	3
其他经营活动现金流	888	(1,370)	(1)	(2)	(3)
<b>经营活动现金流</b>	<b>15,933</b>	<b>(8,611)</b>	<b>7,530</b>	<b>11,788</b>	<b>12,241</b>
资本开支	(7,051)	(6,177)	(6,115)	(6,154)	(6,200)
其他投资活动现金流	(34,086)	5,473	(222)	(223)	(224)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(41,137)</b>	<b>(703)</b>	<b>(6,337)</b>	<b>(6,377)</b>	<b>(6,424)</b>
负债净变动	(290)	1,084	787	857	934
其他融资活动现金流	(126)	(317)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(416)</b>	<b>767</b>	<b>787</b>	<b>857</b>	<b>934</b>
汇率收益/损失	198	(453)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>91,330</b>	<b>65,908</b>	<b>56,908</b>	<b>58,888</b>	<b>65,156</b>
<b>年末现金</b>	<b>65,908</b>	<b>56,908</b>	<b>58,888</b>	<b>65,156</b>	<b>71,907</b>

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	4.030	0.525	1.099	1.848	2.214
全面摊薄每股收益	4.030	0.525	1.099	1.848	2.214
每股账面值	36.243	34.134	35.233	37.082	39.296
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	20.5	18.7	17.3	17.8	17.8
净利率	5.6	1.0	1.7	2.8	3.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	5.3	0.7	1.5	2.4	2.7
ROE	12.2	1.6	3.2	5.1	5.8
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	43.0	42.0	43.0	44.0	45.0
应收账款周转天数	3.0	2.0	3.0	4.0	5.0
应付账款周转天数	151.0	150.0	150.0	150.0	151.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年5月29日  
理想汽车 (2015 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**