

理想汽车 (LI US, 持有, 目标价: US\$15.00)

买入

持有

卖出

目标价: US\$15.00 当前股价: US\$15.01

股价上行/下行空间 -0%

52 周最高/最低价 (US\$) 32.03/14.91

市值 (US\$mn) 15,151

当前发行数量(百万股) 1,009

三个月平均日交易额 (US\$mn) 64

流通盘占比 (%) 83

主要股东 (%)

Amp Lee 22

Inspired Elite Investments 12

Zijin Global Inc. 12

按 2026 年 5 月 29 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (US\$)	15.00	17.50	-14%
2026E EPS (RMB)	2.49	2.90	-14%
2027E EPS (RMB)	6.98	6.35	10%
2028E EPS (RMB)	9.29	8.39	11%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	133,388 (-11%)	161,862 (+1%)
EPS (RMB)	1.32 (+88%)	4.70 (+49%)

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

1Q26 转亏, 盈利能力仍待修复

- 1Q26 汽车毛利率下降至 6.1%。
- 2Q26 销量指引 9.5~10 万辆, 收入总额为 241 亿元~254 亿元。
- 维持“持有”评级, 目标价下调至 15.00 美元。

汽车毛利率有待修复: 根据理想汽车 1Q26 财报, 汽车毛利率大幅下降至 6.1% (同比-13.7ppts/环比-10.8ppts), 主要由于产品结构变化, 低毛利 i6 占比达 60%, 但公司仍然预期随着 i6 交付规模提升和新款 L9 等高价车型的上市能够帮助公司全年毛利率水平回至双位数。1Q26 销量和收入分别为 95,142 辆 (同比+2.5%/环比-12.9%) 和 229.8 亿元 (同比-11.4%/环比-20.1%), 高于公司给出的指引区间上限。研发和销管费用率合计 20.8%, 同环比均小幅提升~1ppt, GAAP 和 Non-GAAP 归母净利润分别转亏至 22.9 亿元/21.2 亿元, 为上市以来单季最大亏损金额。

2Q26 指引偏弱, 主力产品类型竞争激烈: 根据财报, 理想汽车管理层指引 2Q26 交付量区间为 9.5 万辆~10 万辆 (同比下降 10.0%~14.5%), 收入总额为 241 亿元~254 亿元 (同比下降 16%~20.2%), 由于 4~5 月累计销量为 67,435 辆, 理想 6 月预期销量为 2.8 万辆~3.3 万辆。我们认为公司目前主销车型实际仅为 i6 和新款 L9 两款, 产品结构较为单一。同时, L9 由于价格带偏高导致市场容量有限, 而同级别竞品车型则逐渐增多, 包括问界 M9、极氪 9X、蔚来 ES9, 以及同尺寸单价较低的 D19 等, 因此我们预计 L9 的月稳态销量为 4,000 辆左右。

维持“持有”评级, 目标价调整至 15.00 美元: 管理层仍维持全年销量增长 20% 的目标, 但考虑目前整体车市承压, 行业竞争依旧激烈, 我们下调理想汽车 2026 年销量预测至 ~46.7 万辆 (同比+15%), 并相应下调同期收入和 Non-GAAP 归母净利润至 1,188.0 亿元 (同比+5.8%) 和 26.9 亿元 (同比+12.9%)。我们认为目前国内新势力车企的销量推动力仍来自于车型的快速迭代和有竞争力的售价, 而理想汽车集中于中大型 SUV 赛道, 短期来看销量增长空间有限。我们维持对理想汽车的 40 倍 2026 年 Non-GAAP P/E 估值倍数并下调目标价至 15.00 美元。

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	144,460	112,313	118,799	164,205	180,981
息税前利润 (RMBmn)	7,019	(521)	(148)	5,671	8,647
归母净利润 (RMBmn)	10,657	2,382	2,690	7,783	10,669
每股收益 (RMB)	10.04	2.22	2.49	6.98	9.29
市盈率 (x)	18.0	78.0	42.9	15.3	11.5

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

风险提示

下行风险：

- **新车销量不及预期：**虽然理想汽车在 2025 年 9 月发布 i6 后已经取得超 7 万台订单，但 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，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，公司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 车型以对冲毛利率下降的压力，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)	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车销售	106,683	112,302	157,839	35,533
服务收入	5,629	6,496	6,366	1,449
营业收入	112,313	118,799	164,205	180,981
营业成本	(91,327)	(101,551)	(136,801)	(148,347)
毛利润	20,985	17,247	27,404	32,634
管理及销售费用	(21,980)	(18,395)	(22,533)	(24,786)
其中: 研发支出	(11,315)	(10,183)	(13,500)	(14,850)
息税前利润	(521)	(148)	5,671	8,647
息税折旧及摊销前利润	(71)	402	6,371	9,348
利息收入	1,919	2,200	1,800	2,000
利息支出	(168)	(400)	(400)	(400)
税前利润	1,297	1,702	7,371	10,548
所得税	158	190	823	1,178
净利润	1,124	1,495	6,528	9,352
调整后净利润	2,382	2,690	7,783	10,669
基本每股收益 (RMB)	1.12	1.47	6.23	8.66
稀释每股调整收益 (RMB)	2.22	2.49	6.98	9.29

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	115,070	105,427	101,727	101,451
货币资金	56,692	44,742	38,182	34,908
应收账款	120	132	145	159
存货	8,752	9,015	9,285	9,564
其他流动资产	49,506	51,538	54,115	56,820
非流动资产	39,226	42,408	46,248	50,464
固定资产	22,775	25,052	27,558	30,313
无形资产	1,197	1,197	1,197	1,197
商誉	0	0	0	0
其他	11,071	11,960	13,154	14,467
资产	154,296	147,835	147,976	151,915
流动负债	63,548	69,954	76,982	84,827
短期借款	6,218	7,461	8,954	10,744
预收账款	0	0	0	0
应付账款	40,579	44,637	49,101	54,011
长期借款	3,299	3,365	3,432	3,501
非流动负债	13,684	14,794	15,272	15,770
负债	81,156	88,988	96,911	105,812
股份	2	2	2	2
资本公积	89,481	92,166	96,774	101,613
未分配利润	(16,576)	(33,600)	(46,047)	(55,915)
归属于母公司所有者权益	72,619	58,222	50,315	45,203
少数股东权益	520	625	750	899
负债及所有者权益	154,296	147,835	147,976	151,915

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,124	1,495	6,528	9,352
折旧摊销	450	550	700	701
利息 (收入) / 支出	1,751	1,800	1,400	1,600
其他非现金科目	1,000	500	501	502
其他	(400)	(1,800)	(1,400)	(1,599)
营运资本变动	(12,551)	4,195	4,613	5,071
经营活动产生的现金流量	(8,611)	6,757	12,362	15,646
资本支出	(8,000)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
收购及投资	(92,279)	(101,507)	(101,507)	(101,507)
处置固定资产及投资	82,994	92,928	92,928	92,928
其他	(400)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
投资活动产生的现金流量	(703)	(17,378)	(17,378)	(17,378)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(592)	(1,092)	(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	767	(1,092)	(1,091)	(1,090)
现金及现金等价物净增加额	(9,000)	(12,166)	(6,560)	(3,275)
自由现金流	(16,611)	(243)	5,362	8,646

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
新车交付量 (辆)	406,344	466,892	589,000	654,000

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	(22.3)	5.8	38.2	10.2
毛利润	(29.2)	(17.8)	58.9	19.1
息税折旧及摊销前利润	(101.0)	665.1	1,485.3	46.7
净利润	(86.0)	32.9	336.7	43.2
调整后净利润	(77.6)	12.9	189.4	37.1
稀释每股调整收益	(86.2)	31.6	324.0	39.1
调整后稀释每股调整收益	(77.9)	11.8	180.9	33.1
盈利率 (%)				
毛利率	18.7	14.5	16.7	18.0
息税折旧摊销前利润率	(0.1)	0.3	3.9	5.2
息税前利润率	(0.5)	(0.1)	3.5	4.8
净利率	1.0	1.3	4.0	5.2
调整后净利率	2.1	2.3	4.7	5.9
净资产收益率	1.5	2.6	13.0	20.7
总资产收益率	0.7	1.0	4.4	6.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.5	1.3	1.2
速动比率	1.7	1.4	1.2	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	78.0	42.9	15.3	11.5
市净率	2.4	1.9	2.2	2.5
市销率	1.0	0.9	0.7	0.6

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。

本报告所载的意见、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于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%。