今日焦點：

▶ 理想汽車（2015 HK，股價70.15港元，市值1,270億港元）第四季營收疲軟，遜於預期

理想汽車是中國領先的新能源車公司。其公佈的第四季營收為人民幣288億元（年減35%／季增5%）。本季錄得營業虧損人民幣4.4億元及淨利潤人民幣2.6億元。營收與獲利均低於市場預期，整體業績表現遜於共識。

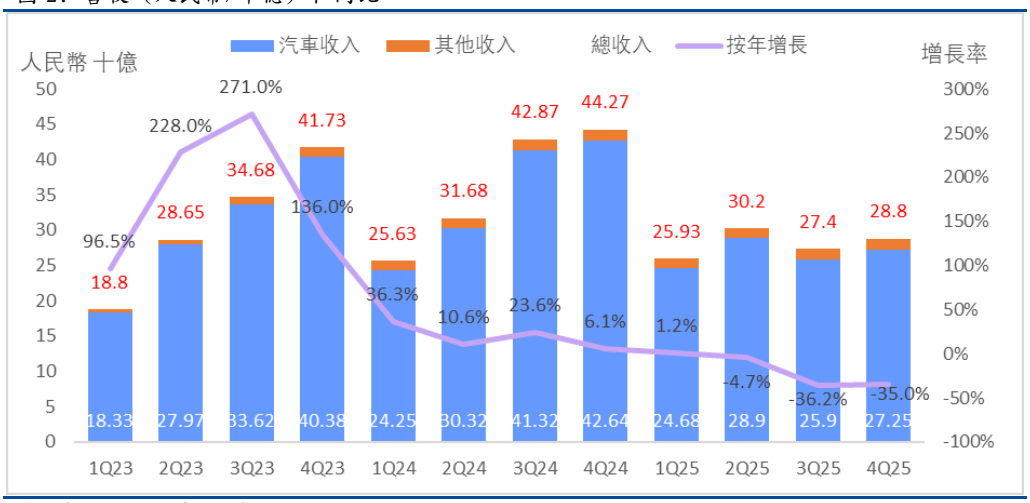
圖 1：數據環比和按年同比（人民幣/十亿）

2015.HK 理想汽車	4Q24		3Q25		4Q25			
	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入	人民幣 十億	% 總收入	按年同比	按季度比
汽車收入	42.6	96%	25.9	95%	27.3	95%	-36%	5%
其他收入	1.6	4%	1.5	5%	1.5	5%	-7%	1%
總收入	44.3		27.4		28.8		-35%	5%
成本	35.3		22.9		23.7		-33%	3%
毛利潤	**9.0**	**20.3%**	**4.5**	**16.3%**	**5.1**	**17.8%**	**-2.5 ppt**	**1.5 ppt**
研發費用	2.4	5.4%	3.0	11%	3.0	10%	25%	1%
銷售和管理費用	3.1	7%	2.8	10%	2.7	9%	-14%	-5%
運營費用	5.5	12%	5.8	21%	5.7	20%	-25%	-2%
核心經營利潤	**3.5**	**8%**	**(1.3)**	**-5%**	**(0.5)**	**-2%**		
經營利潤	**3.7**	**8%**	**(1.2)**	**-4%**	**-0.44**	**-2%**		

資料來源：公司數據，新華滙富

車型組合不利，汽車業務收入疲弱： 該業務分部的收入為人民幣273億元（年減36%／季增5%），低於市場預期的人民幣282億元。季度交付量為10.9萬輛，雖較前一季成長，但較去年同期大幅減少近5萬輛。以i6和L6為主的低價車型佔季度交付量的55%，進一步壓低車輛平均售價至人民幣25萬元。導致車輛業務毛利率無論同比或環比均下滑至16.8%。若剔除MEGA召回事件的一次性影響，第三季車輛業務毛利率原為19.8%。以此基礎計算，第四季車輛業務毛利率進一步下滑，創下近年來的最低基本水準。其他銷售收入大致持平於人民幣15億元，綜合毛利率則為17.8%。

圖 2：營收（人民幣/十億）和同比



資料來源：公司數據，新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,716	-0.7%	0.3%
中資企業指數	8,699	-0.1%	-2.4%
紅籌指數	4,349	-0.1%	8.3%
滬深300指數	4,687	-0.4%	1.2%
上海A股	4,330	-0.1%	5.3%
上海B股	267	-0.3%	5.3%
深圳A股	2,851	-0.7%	7.7%
深圳B股	1,240	0.1%	-1.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,677	-1.6%	-2.9%
標普500	6,672	-1.5%	-2.5%
美國納斯達克指數	22,311	-1.8%	-4.0%
日經平均指數	53,697	-1.4%	6.7%
英國富時指數	10,305	-0.5%	3.8%
法國證商公會指數	7,984	-0.7%	-2.0%
德國法蘭克福指數	23,589	-0.2%	-3.7%

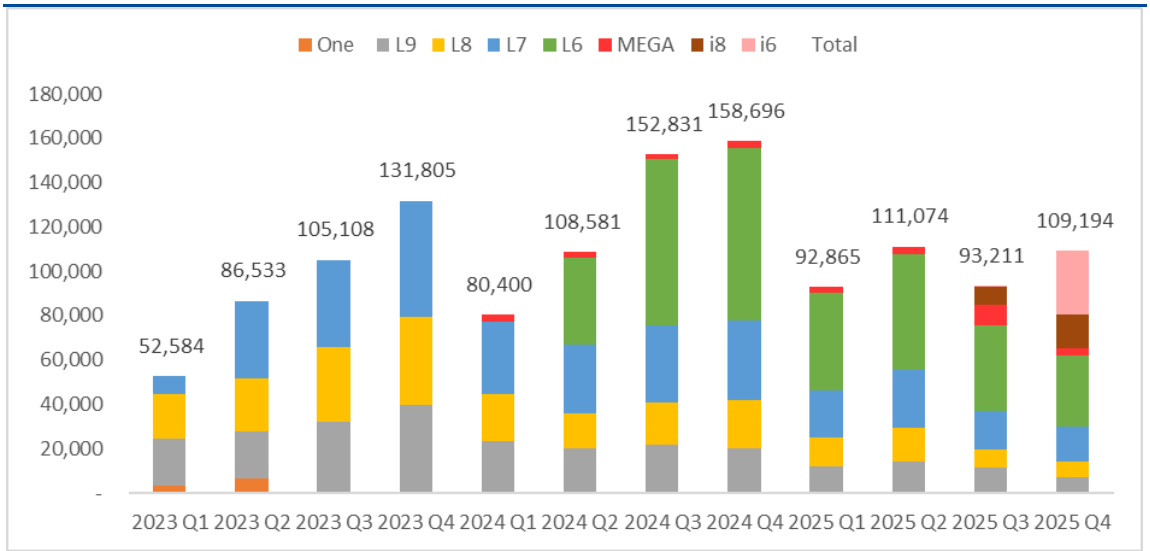
商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	（美元/盎司）	5,079	-1.9%	18.3%
銅價	（美元/盎司）	2,699	-3.7%	6.1%
銀價	（美元/盎司）	83	-2.2%	18.5%
原油	（美元/桶）	95	9.7%	65.5%
銅價	（美元/盎司）	12,999	-1.1%	4.6%
鋁價	（美元/盎司）	3,516	3.2%	17.4%
鉑價	（美元/盎司）	2,132	-1.8%	4.9%
鋅價	（美元/盎司）	3,301	-1.3%	5.9%
小麥	（美分/蒲式耳）	592	1.3%	16.8%
玉米	（美分/蒲式耳）	462	0.5%	3.2%
糖	（美分/磅）	123	8.4%	
黃豆	（美分/蒲式耳）	1,227	1.1%	15.4%
PVC	（美元/噸）	5,748	6.8%	25.0%
CRB 指數		365	4.9%	3.0%
BDI				2.6%

匯率

	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.4	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.4	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.0		183.4	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	202.7		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.2	0.1	

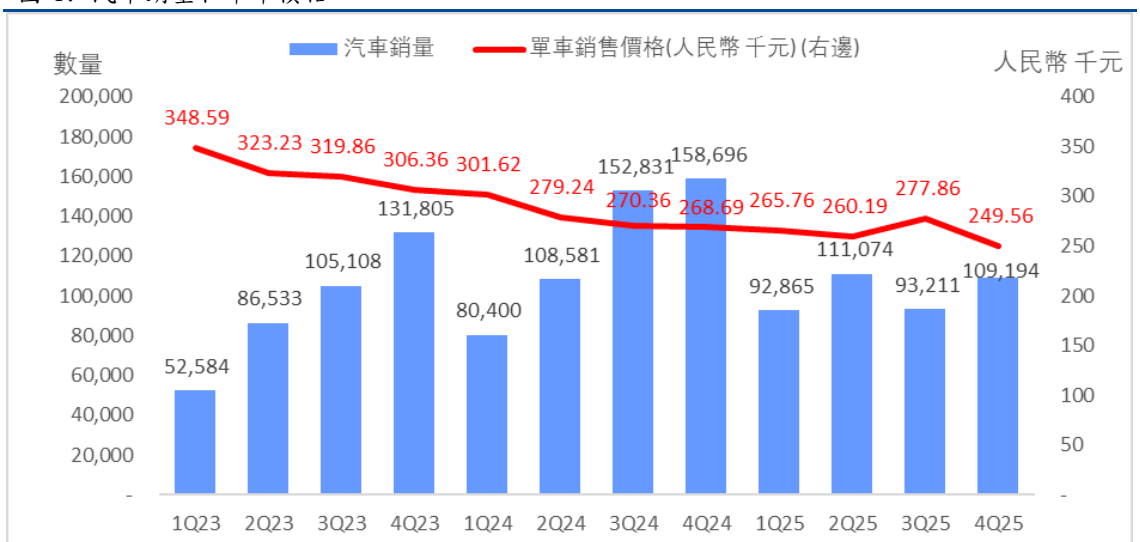
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 – 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	27	14.9%

圖 3：汽車產品結構



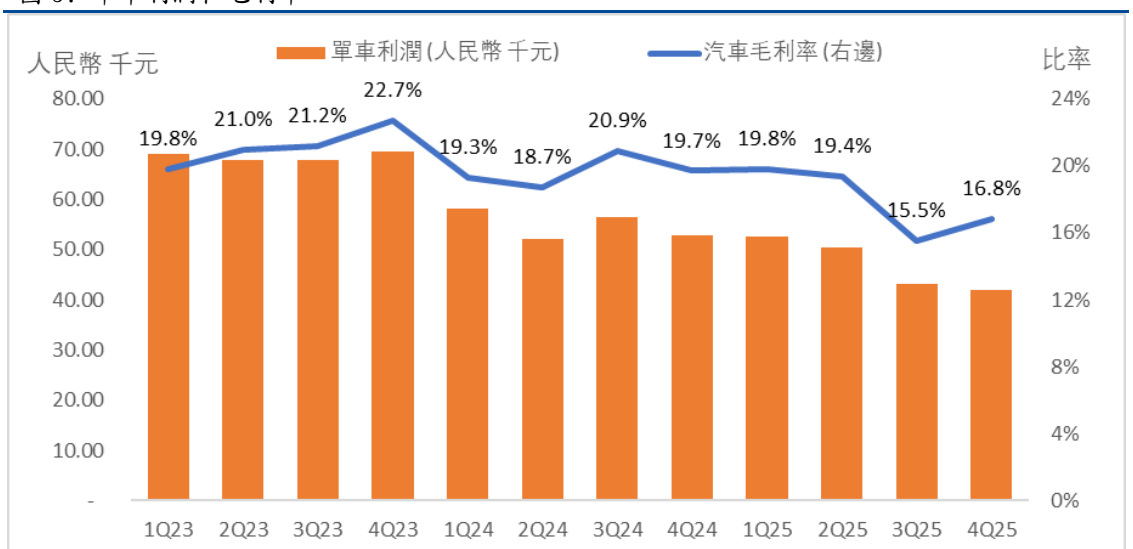
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：汽車銷量和單車價格



資料來源：公司數據，新華滙富

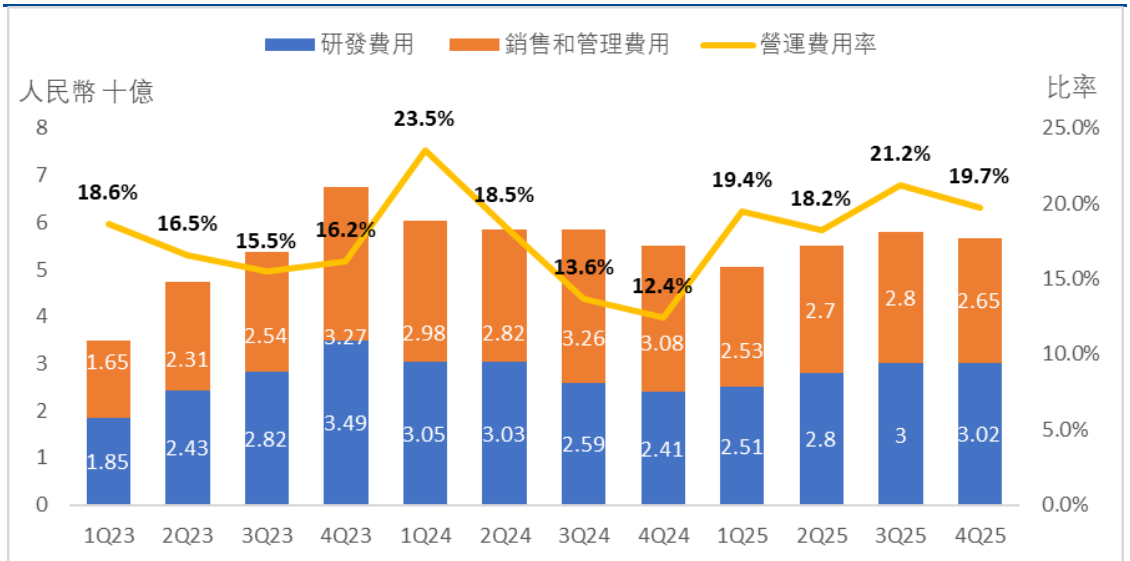
圖 5：單車利潤和毛利率



資料來源：公司數據，新華滙富

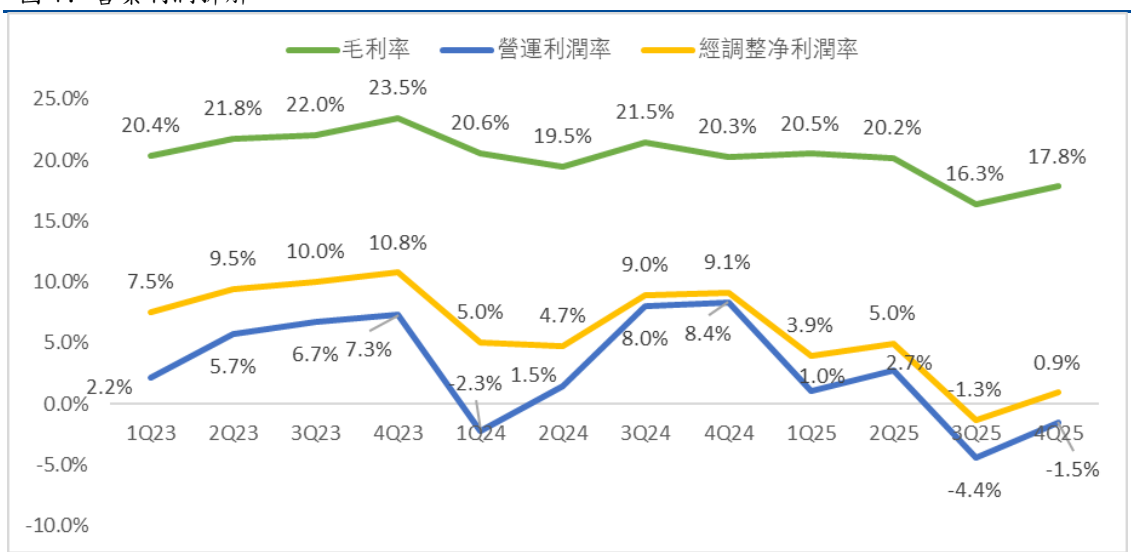
核心營業利潤環比改善，但壓力持續： 第四季核心營業虧損縮窄至人民幣5億元，主要因疲弱的車輛銷售仍拖累盈利能力，而營業支出相對僵固，維持在人民幣57億元。調整後淨利潤回升至人民幣2.6億元。自由現金流在第四季轉正。與此同時，現金、定期存款及短期投資維持穩健，達人民幣1,010億元，有息負債率約占總資產6.4%，淨現金約為人民幣912億元，凸顯其流動性狀況依然穩健

圖 6: 營運費用拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 7: 營業利潤拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

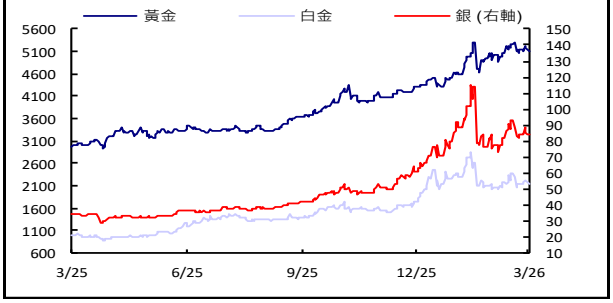
業務展望： 理想汽車預期2026全年交付量達49萬輛，意味著年增20%。短期而言，隨著純電動車產能提升，第一季交付量將逐步增加，i6車型的月交付產能可達2萬輛，而三月份i8車型的出貨量將較一月成長180%。產品方面，公司計劃在2026上半年推出改款L9，並於下半年推出純電動車i9；2026年也將是其拓展海外市場的首個完整年度。公司將持續投資人工智慧相關領域，包括視覺-語言-行動基礎模型及機器人技術。為應對原材料成本上升，將深化與供應商的協調，並與關鍵夥伴簽訂長期協議以鎖定價格或確保供應。同時計劃提升自研增程器及內部M100晶片的採用率，並自2026年起將電池採購標準化，僅向理想汽車和寧德時代兩家品牌採購，以支持成本控制和供應鏈效率。

我們的觀點： 理想汽車第四季業績遜於預期，主要反映產品週期錯配。當新產品集中在純電動i系列時，傳統L系列已進入生命週期中較成熟的階段，拖累了交付量，進而對營收和盈利能力造成壓力。隨著i系列產能提升，i6和i8可望逐步推動未來銷量增長。然而，考量到i6相對較低的平均售價以及低價車型占比仍高，短期內可能無法帶動毛利率回升。關鍵催化劑包括2026年的產品週期（尤其是預計在第二季推出的改款L9）、視覺-語言-行動自動駕駛模型的進一步升級，以及可能於2026上半年推出的理想汽車 embodied AI 雙輪機器人。儘管短期獲利承壓，理想汽車的資產負債表依然非常強勁，是中國主要新能源車新創企業中現金最充裕的公司。我們仍看好理想汽車的中期前景，因其即將到來的產品週期和技術執行力應能支持基本面逐步改善。該股目前股價對應2026年預測本益比28倍，預測市銷率0.4倍。（研究部）

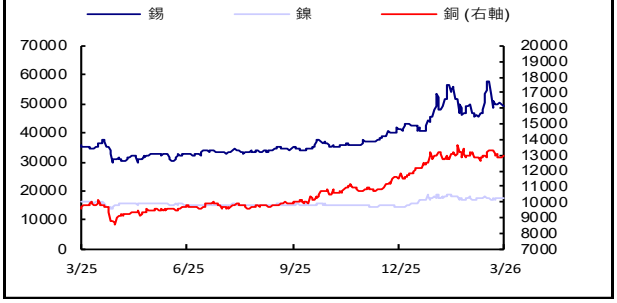
理想汽車 (HK 2015)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
單位：人民幣十億												
總營收	18.8	28.65	34.68	41.73	25.63	31.68	42.87	44.27	25.93	30.2	27.4	28.8
同比增長	96.5%	228.0%	271.0%	136.0%	36.3%	10.6%	23.6%	6.1%	1.2%	-4.7%	-36.2%	-35.0%
環比增長	6.4%	52.4%	21.0%	20.3%	-38.6%	23.6%	35.3%	3.3%	-41.4%	16.5%	-9.4%	5.2%
毛利潤	3.83	6.24	7.64	9.79	5.28	6.18	9.22	8.97	5.32	6.10	4.47	5.13
毛利率	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%	20.5%	20.2%	16.3%	17.8%
研發費用	1.85	2.43	2.82	3.49	3.05	3.03	2.59	2.41	2.51	2.8	3	3.02
費用率	9.8%	8.5%	8.1%	8.4%	11.9%	9.6%	6.0%	5.4%	9.7%	9.3%	11.0%	10.5%
銷售和管理費用	1.65	2.31	2.54	3.27	2.98	2.82	3.26	3.08	2.53	2.7	2.8	2.65
費用率	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%	11.6%	8.9%	7.6%	7.0%	9.8%	8.9%	10.2%	9.2%
運營成本	3.50	4.74	5.36	6.76	6.03	5.85	5.85	5.49	5.04	5.50	5.80	5.67
費用率	18.6%	16.5%	15.5%	16.2%	23.5%	18.5%	13.6%	12.4%	19.4%	18.2%	21.2%	19.7%
運營利潤	0.41	1.63	2.34	3.04	-0.58	0.47	3.43	3.7	0.27	0.83	-1.2	-0.44
運營利潤率	2.2%	5.7%	6.7%	7.3%	-2.3%	1.5%	8.0%	8.4%	1.0%	2.7%	-4.4%	-1.5%
净利潤	0.93	2.293	2.28	5.66	0.59	1.103	2.81	3.52	0.65	1.1	-0.62	0.01
净利潤率	4.9%	8.0%	6.6%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	8.0%	2.5%	3.6%	-2.3%	0.0%
調整净利潤	1.41	2.71	3.48	4.49	1.28	1.50	3.84	4.03	1.02	1.50	-0.36	0.26
調整净利潤率	7.5%	9.5%	10.0%	10.8%	5.0%	4.7%	9.0%	9.1%	3.9%	5.0%	-1.3%	0.9%
汽車收入	18.33	27.97	33.62	40.38	24.25	30.32	41.32	42.64	24.68	28.9	25.9	27.25
同比增長	96.90%	229.70%	271.60%	133.80%	32.3%	8.4%	22.9%	5.6%	1.8%	-4.7%	-37.3%	-36.1%
環比增長	6.10%	52.6%	20.2%	20.1%	-39.9%	25.0%	36.3%	3.2%	-42.1%	17.1%	-10.4%	5.2%
汽車成本	-14.70	-22.10	-26.49	-31.21	-19.57	-24.65	-32.68	-34.24	-19.79	-23.29	-21.89	-22.67
汽車銷量	52,584	86,533	105,108	131,805	80,400	108,581	152,831	158,696	92,865	111,074	93,211	109,194
同比增長	66%	202%	296%	185%	53%	25%	45%	20%	16%	2%	-39%	-31%
環比增長	14%	65%	21%	25%	-39%	35%	41%	4%	-41%	20%	-16%	17%
汽車毛利潤	3.63	5.87	7.13	9.17	4.68	5.67	8.64	8.40	4.89	5.61	4.01	4.58
汽車毛利率	19.80%	21.00%	21.20%	22.70%	19.30%	18.70%	20.90%	19.70%	19.80%	19.40%	15.50%	16.80%
單車價格（人民幣千）	348.59	323.23	319.86	306.36	301.62	279.24	270.36	268.69	265.76	260.19	277.86	249.56
單車成本 (人民幣千)	279.57	255.35	252.05	236.82	243.40	227.02	213.86	215.76	213.14	209.71	234.80	207.63
單車利潤（人民幣千）	69.02	67.88	67.81	69.54	58.21	52.22	56.51	52.93	52.62	50.48	43.07	41.93
同比增長					-15.7%	-23.1%	-16.7%	-23.9%	-9.6%	-3.3%	-23.8%	-20.8%
環比增長		-1.7%	-0.1%	2.6%	-16.3%	-10.3%	8.2%	-6.3%	-0.6%	-4.1%	-14.7%	-2.7%
其他營收	0.46	0.68	1.06	1.35	1.38	1.36	1.55	1.63	1.25	1.36	1.5	1.52
毛利潤	0.21	0.35	0.52	0.61	0.59	0.49	0.57	0.58	0.44	0.46	0.46	0.55
毛利率	45.7%	51.5%	49.1%	45.2%	42.8%	36.0%	36.8%	35.6%	35.2%	33.5%	30.3%	36.1%
經營現金流	7.78	11.11	14.51	17.29	-3.34	-0.43	11.02	8.68	-1.7	-3.04	-7.4	3.52
資本開支	1.08	1.49	1.28	2.66	1.71	1.42	1.97	2.62	0.83	0.81	1.52	1.05
自由現金流	6.7	9.62	13.22	14.64	-50.6	-18.5	9.05	6.06	-2.53	-3.84	-8.91	2.47
門店數量	296	331	372	467	474	497	479	502	500	535	542	548
覆蓋城市	123	127	133	140	142	148	145	150	150	153	157	159

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

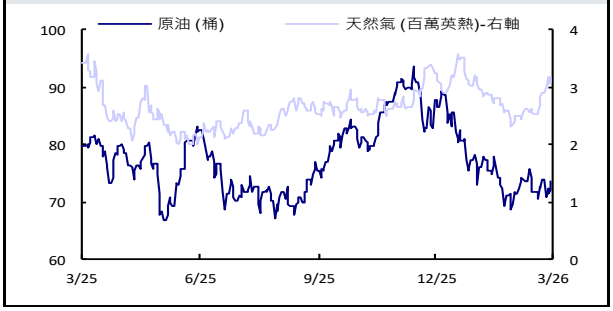
貴金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
黃金（盎司）	5126	18.1	18.1	71.4
白金（盎司）	2166	6.4	6.4	115.3
銀（盎司）	85	19.9	19.9	148.7



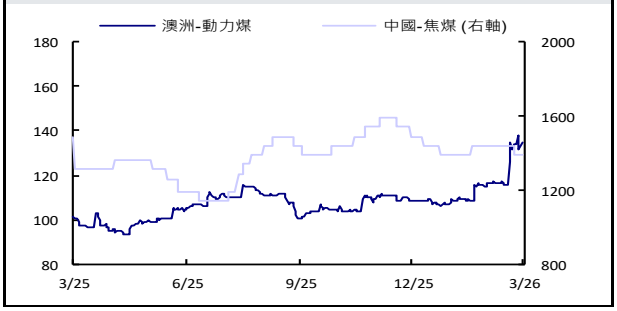
有色金屬	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
銅（噸）	12954	6.5	6.5	36.0
鎳（噸）	17742	6.6	6.6	7.5
錫（噸）	49388	21.8	21.8	37.6



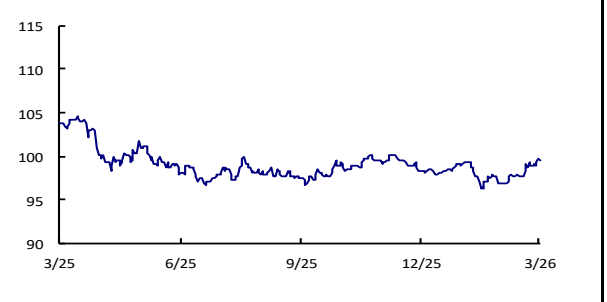
能源	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
原油（桶）	95.7	66.7	66.7	43.8
天然氣（百萬英熱）	3.2	(12.3)	(12.3)	(21.4)



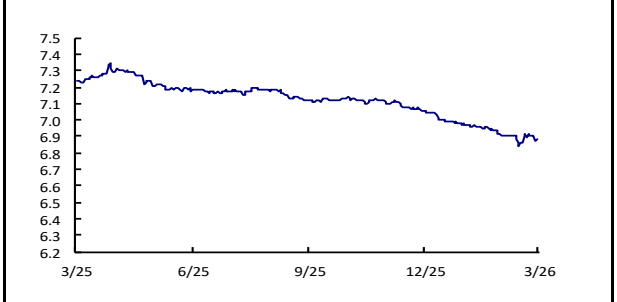
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國－焦煤（RMB/t）	1390.0	(3.5)	(3.5)	(6.7)
澳洲動力煤（US$/t）	135.0	25.6	25.6	33.6



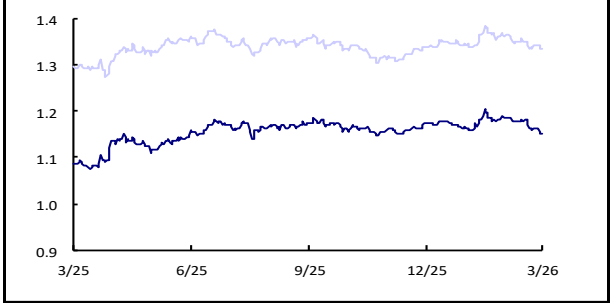
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.7	1.4	1.4	(3.9)



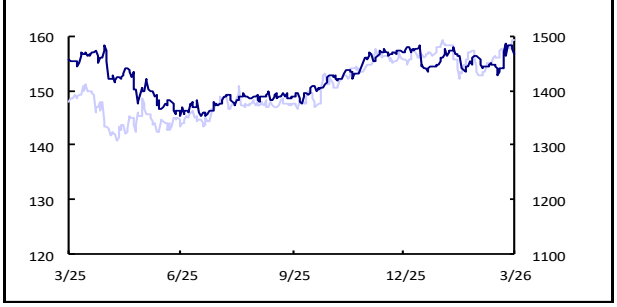
	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(1.6)	(1.6)	(5.0)



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(2.0)	(2.0)	6.1
英鎊	1.3	(1.0)	(1.0)	3.0



	價格（美元）	本季%	本年%	按年%
日元	159.4	1.7	1.7	7.8
韓圜	1475.5	2.3	2.3	1.4



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		26年3月12日
國內生產毛額	季		26年3月13日
生產者物價指數	月		26年3月18日
消費者信心指數	月		26年3月31日
消費者物價指數	月		26年4月10日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年3月13日
耐久財訂單	月		26年3月13日
工廠訂單	月		26年3月18日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月12日
貿易收支	月		26年3月12日
批發庫存	月		26年3月19日
就業報告	月		26年4月3日
零售業銷售額	月		26年4月1日
成屋銷售量	月		26年4月13日
工業生產指數	月		26年3月16日
新屋銷售	月		26年3月19日
商業庫存	月		26年4月1日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年3月12日
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
消費者物價指數	月		26年3月20日
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年5月5日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員	電郵	電話
王學宏（Howard Wong）	howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
李旭佳（Alan Li）	alan.li@sunwahkingsway.com	(852)22837306

SUNWAH KINGSWAY
新華滙富

2026年3月13日

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

上市法團名稱	大股東名稱	買入 / 賣出或涉及的股份數目	每股的平均價
獅子山集團有限公司	Chang Mun Kee	160,000(L)	HKD 1.3225
獅子山集團有限公司	JcbNext Berhad	160,000(L)	HKD 1.3225
上海瑛泰醫療器械股份有限公司 - H股	Ningbo Huaige Gongxin Equity Investment Partnership (Limited Partnershi	1,500,000(L)	HKD 30.0000
上海瑛泰醫療器械股份有限公司 - H股	Ningbo Huaige Health Investment Management Partnership (Limited Partn	1,500,000(L)	HKD 30.0000
上海瑛泰醫療器械股份有限公司 - H股	Ningbo Huaige Taiyi Equity Investment Partnership (Limited Partnership)	1,500,000(L)	HKD 30.0000
上海瑛泰醫療器械股份有限公司 - H股	王鎝	1,500,000(L)	HKD 30.0000
上海瑛泰醫療器械股份有限公司 - H股	趙威	1,500,000(L)	HKD 30.0000
大象控股集團有限公司	狄小光	600,000(L)	HKD 0.3950
威華達控股有限公司	Hope Securities Limited	45,000,000(L)	HKD 1.6800
朗廷酒店投資 與 朗廷酒店投資有限公司 - SS	羅嘉瑞	50,000(L)	HKD 0.5800
漢港控股集團有限公司	汪林冰	8,308,000(L)	HKD 0.0880
漢港控股集團有限公司	陳响玲	8,308,000(L)	HKD 0.0880
萬嘉集團控股有限公司	林全智	5,224(L)	HKD 0.0800
驢跡科技控股有限公司	张欢	452,000(L)	CNY 0.1180

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455