

今日焦點:

►理想汽車 (2015 HK, HK\$88.15, 市值 HK\$1,890 億) 業績表現穩健

二零二五年第二季總收入達人民幣302億元，按年下降4.5%，但按季增長16.7%。調整後淨利潤為人民幣14.7億元，按年微降2.3%，按季則大幅上升44.7%。值得注意的是，總收入與調整後淨利潤均符合市場預期。

收入與毛利率展現韌性：汽車銷售收入為人民幣289億元，按年減少4.7%，按季增長17.0%。期內交付量達11.1萬輛，按年增長2%，按季上升20%。車輛毛利率按季下降40個基點至19.4%，而平均售價（ASP）持續下滑至人民幣26萬元。儘管產品組合按季略有改善（L6及L7占比下降，MEGA占比微升），單車成本進一步按季下降3%至人民幣20.9萬元。平均售價下降部分原因係舊款L系列車型庫存清理期間提供低於5%的促銷折扣。因此，單車利潤降至人民幣4.87萬元，按年及按季均下降7%。

顯著費用控管與短期經營現金流壓力：理想汽車實現顯著費用優化，研發及銷售管理費用率分別為9.3%與8.9%，按年及按季均有所改善。透過人力資源優化大幅降低成本，從而提升效率。經營利潤達人民幣8.27億元，按年增長77%，按季大幅上升204%。經營利潤率（OPM）顯著提升至2.7%，按季增加1.7個百分點，主要受惠於銷量增長與成本控制。然而，庫存增加削弱經營現金流，導致自由現金流為負人民幣38億元。截至2025年6月底，公司現金儲備仍達人民幣1,070億元，財務資源充沛足以支持業務發展。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,998	-0.8%	24.6%
中資企業指數	8,916	-1.1%	22.3%
紅籌指數	4,288	0.4%	13.4%
港深300指數	4,463	1.8%	13.4%
上海A股	4,029	1.1%	-1.1%
上海B股	264	1.4%	-1.1%
深圳A股	2,543	1.5%	24.2%
深圳B股	1,323	0.6%	9.1%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,636	0.2%	7.3%
標普500	6,501	0.3%	10.5%
美國納斯達克指數	21,705	0.5%	12.4%
日經平均指數	42,680	-0.4%	6.9%
英國富時指數	9,216	-0.4%	12.8%
法國證商公會指數	7,762	0.2%	5.2%
德國法蘭克福指數	24,039	-0.0%	20.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,417	0.6%	30.1%
銅價 (美元/盎司)	2,146	0.6%	20.1%
銀價 (美元/盎司)	39	1.2%	35.0%
原油 (美元/桶)	64	0.7%	-10.4%
銅價 (美元/盎司)	9,818	-0.2%	12.0%
鋁價 (美元/盎司)	2,605	-1.3%	2.1%
鎳價 (美元/盎司)	1,363	1.1%	50.0%
鎘價 (美元/盎司)	2,781	-1.2%	-6.6%
小麥 (美分/蒲式耳)	510	1.6%	-7.5%
玉米 (美分/蒲式耳)	410	1.0%	-7.3%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,048	0.0%	2.6%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數	301	1.1%	3.0%
BDI			105.2%

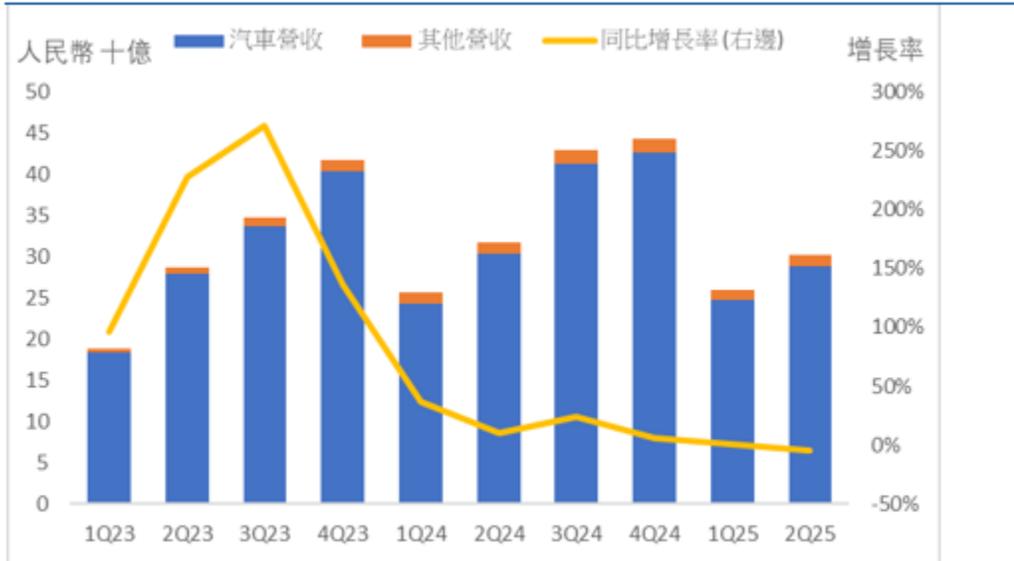
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	146.9	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		171.7	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.3		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
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	14	-13.1%

業務展望：理想汽車預計2025年第三季車輛交付量將介於9萬至9.5萬輛，總收入預計約人民幣252億元，按年下降37.8%至41.1%，主要由於舊款L系列車型交付量減少。當前i8銷售表現符合預期，產能持續爬坡，第三季月銷量有望達5,000輛。汲取i8經驗，公司將優化9月新車型i6的上市策略，目標實現穩定的月銷1.5萬輛。此外，對人工智能的持續投入及VLA大模型應用擴展將推動技術能力快速提升，預計為用戶帶來實質效益。

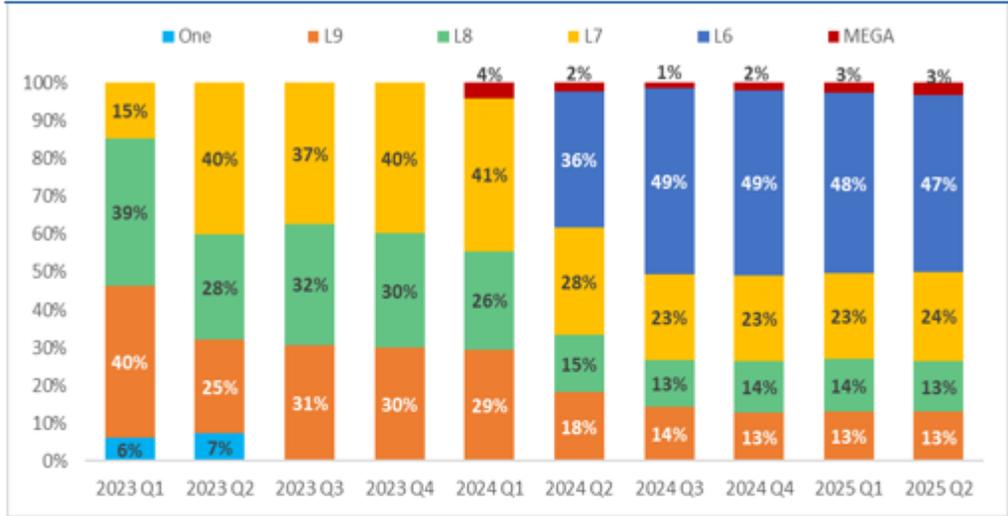
我們的觀點：儘管銷售增速放緩，理想汽車展現出穩健的營運實力。有效的成本控制使車輛毛利率穩定於約20%。公司以快速市場反應能力贏得客戶認可，例如8月推出六座純電動車i8初期銷售平淡，但根據市場反饋迅速調整策略後銷售逐步回升。計劃9月推出的i6純電車型將直接與AITO M7競爭，預期憑藉雄厚財務資源再次展現定價靈活性。投資方面，公司將持續投入VLA大模型及建設5C超充網絡以提升產品競爭力。我們對理想汽車保持樂觀，基於其產品競爭力及對AI投入的承諾。該股目前交易於17倍2025年預測市盈率及0.5倍2025年預測市銷率。（研究部）

圖 1: 營收 (人民幣/十億) 和同比



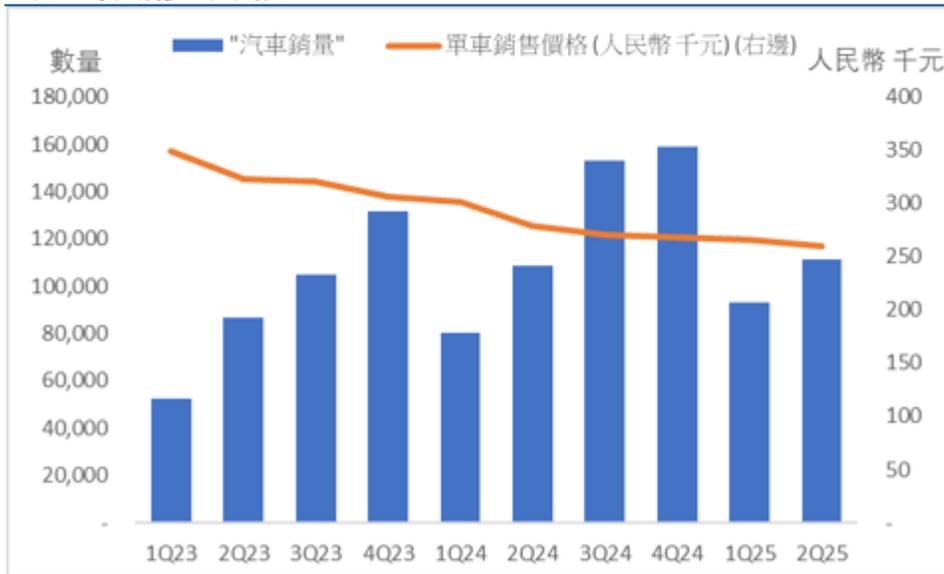
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 2: 汽車產品結構



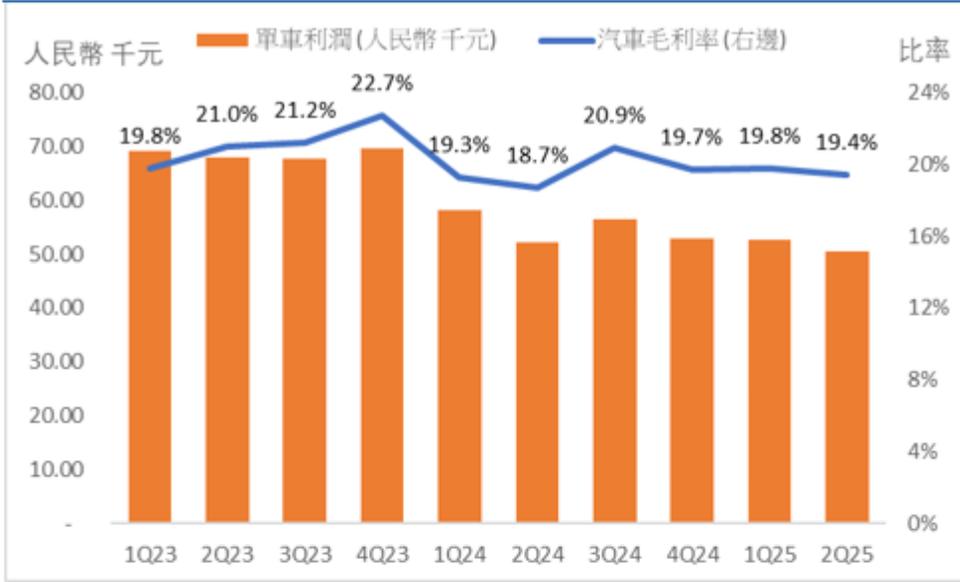
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 汽車銷量和單車價格



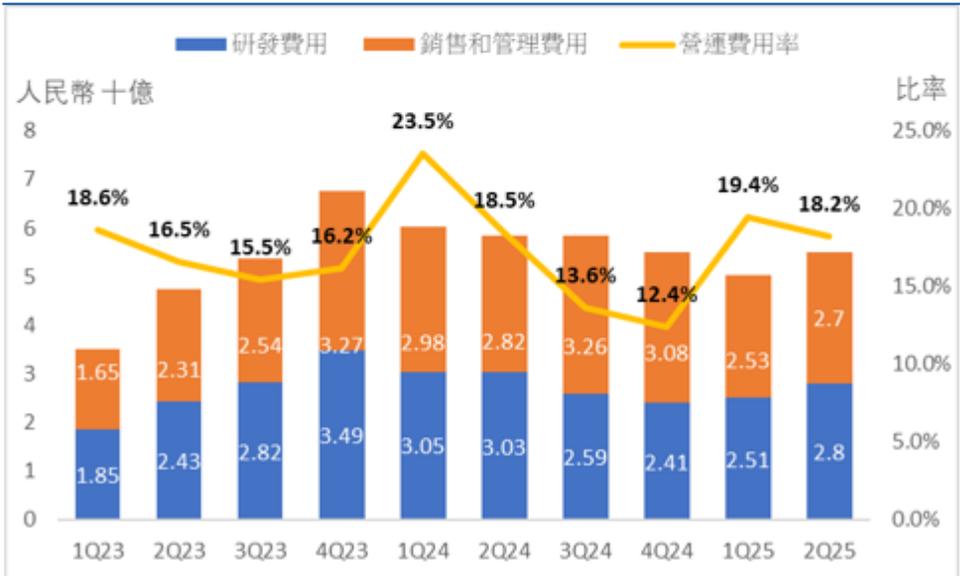
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 單車利潤和毛利率



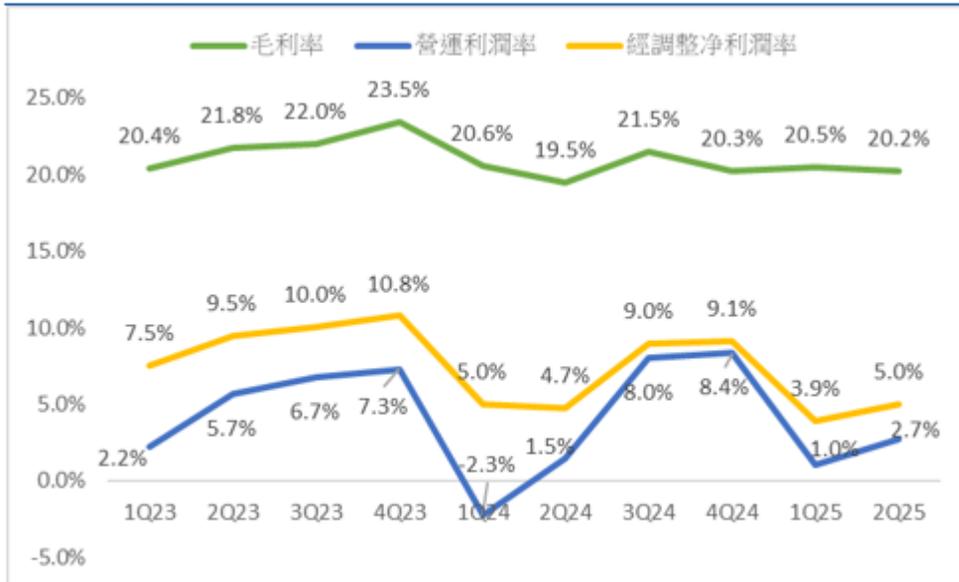
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 營運費用拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6：營業利潤拆解

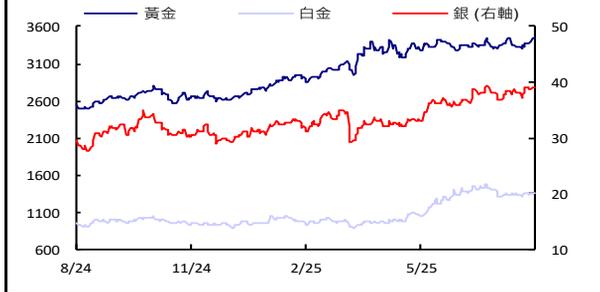


資料來源：公司數據，新華滙富

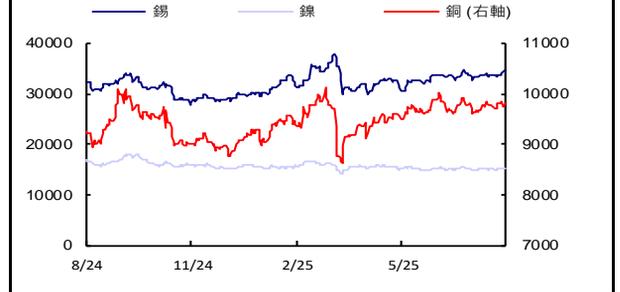
類別/汽車 (RMB 2015)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
單位：人民幣十萬										
總營收	18.8	28.65	34.68	41.75	25.61	31.68	42.87	44.27	25.93	30.2
同比增長	96.9%	228.0%	271.0%	136.0%	36.3%	80.6%	23.6%	6.1%	1.2%	-4.7%
環比增長	6.4%	52.4%	21.0%	20.3%	-38.6%	23.6%	35.3%	3.3%	-41.4%	16.5%
毛利額	3.83	6.24	7.64	9.79	5.28	6.18	9.22	8.97	5.32	6.16
毛利率	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	20.3%	20.5%	20.2%
研發費用	1.85	2.43	2.82	3.49	3.05	3.03	2.59	2.41	2.51	2.8
費用率	9.8%	8.5%	8.1%	8.4%	11.9%	9.6%	6.0%	5.4%	9.7%	9.3%
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
費用率	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%	11.6%	8.9%	7.6%	7.0%	9.8%	8.9%
運營成本	3.50	4.74	5.36	6.76	6.03	5.85	5.85	5.49	5.04	5.50
費用率	18.6%	16.5%	15.5%	16.2%	23.5%	18.5%	13.6%	12.4%	19.4%	18.2%
運營利潤	0.41	1.63	2.34	3.04	-0.58	0.47	3.43	3.7	0.27	0.83
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%
淨利潤	0.93	2.293	2.28	5.66	0.99	1.803	2.81	3.52	0.65	1.1
淨利潤率	4.9%	8.0%	6.6%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	8.0%	2.5%	3.6%
調整淨利潤	1.41	2.71	3.48	4.49	1.28	1.56	3.84	4.03	1.02	1.50
調整淨利潤率	7.5%	9.5%	10.0%	10.8%	5.0%	4.7%	9.0%	9.1%	3.9%	5.0%
汽車										
汽車總營收	8.33	27.97	33.62	40.38	24.25	30.32	41.32	42.64	24.68	28.9
同比增長	96.90%	229.70%	271.00%	133.80%	32.3%	8.4%	22.9%	5.6%	1.8%	-4.7%
環比增長	6.10%	52.6%	20.2%	20.1%	-39.9%	25.0%	36.3%	3.2%	-42.1%	17.1%
汽車成本	-44.70	-22.10	-26.49	-31.21	-49.57	-24.65	-32.68	-34.24	-49.79	-23.29
汽車銷量	52,584	86,533	105,108	131,805	80,400	108,581	152,831	158,696	92,865	111,074
同比增長	68%	202%	296%	189%	53%	29%	48%	20%	16%	2%
環比增長	14%	69%	21%	29%	-39%	39%	41%	4%	-41%	20%
汽車毛利額	3.63	5.87	7.13	9.17	4.68	5.67	8.64	8.40	4.89	5.61
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%
單車價格 (人民幣千)	348.59	324.23	319.86	306.36	301.62	279.24	270.36	268.69	265.76	260.19
單車成本 (人民幣千)	279.57	255.35	252.68	236.82	243.40	227.02	213.86	215.76	213.14	209.71
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
同比增長					-15.7%	-23.1%	-16.7%	-23.9%	-9.6%	-3.3%
環比增長		-1.7%	-0.1%	2.6%	-16.3%	-10.3%	8.2%	-6.3%	-0.6%	-4.1%
其他										
其他總營收	0.46	0.68	1.06	1.35	1.38	1.36	1.55	1.63	1.25	1.36
毛利額	0.21	0.35	0.52	0.61	0.59	0.48	0.57	0.58	0.44	0.46
毛利率	45.7%	51.3%	49.1%	45.2%	42.8%	36.0%	36.8%	35.6%	35.2%	33.5%
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
資本開支	1.08	1.49	1.28	2.66	1.71	1.42	1.97	2.62	0.83	0.81
自由現金流	6.7	9.62	13.22	14.64	-5.06	-1.85	9.05	6.06	-2.53	-3.84
門店數量	296	331	372	467	474	497	479	502	500	535
覆蓋城市	123	127	133	140	142	145	145	150	150	151

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)	3446	4.2	30.5	35.8
白金 (盎司)	1362	2.1	52.3	43.9
銀 (盎司)	39	9.3	34.0	32.6



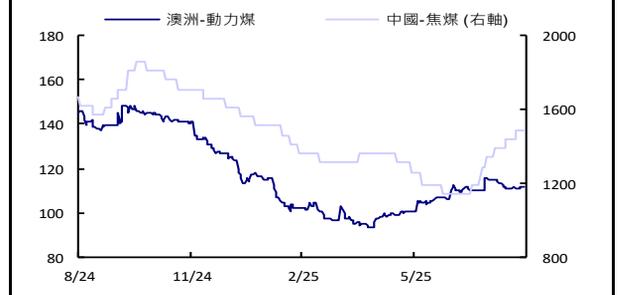
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	9818	(0.5)	12.0	6.2
鎳 (噸)	15263	0.3	(0.4)	(10.2)
錫 (噸)	34802	3.2	19.7	7.6



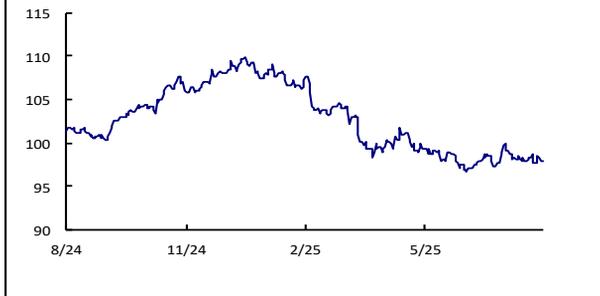
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	64.6	(0.8)	(9.9)	(14.9)
天然氣 (百萬英熱)	2.9	(14.8)	(19.0)	37.8



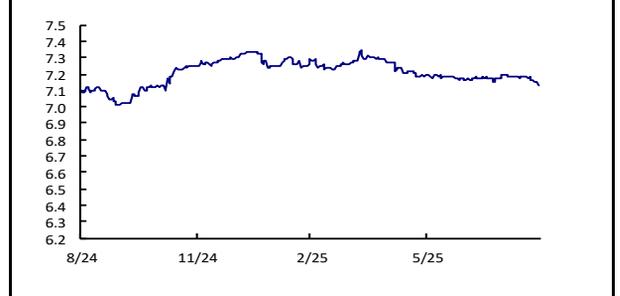
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	30.7	(7.5)	(10.8)
澳洲動力煤 (US\$/t)	1116	15	(10.9)	(23.1)



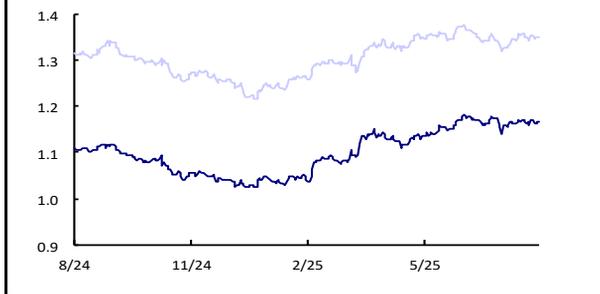
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	97.8	10	(9.8)	(3.5)



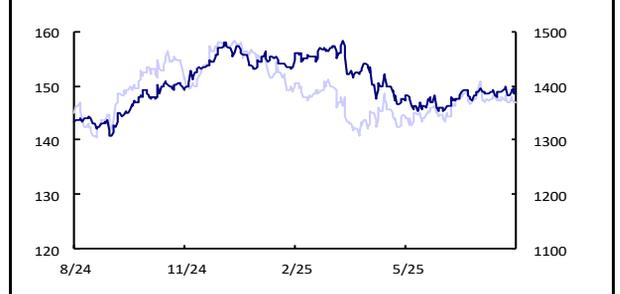
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.1	(0.5)	(2.3)	0.5



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(0.9)	12.8	5.5
英鎊	1.4	(16)	8.0	2.6



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	146.9	2.0	(6.5)	1.3
韓圓	1384.4	2.3	(6.4)	3.9



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
首次申請失業保險金人數	週		25年8月28日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
耐久財訂單	月		25年9月3日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
新屋銷售	月		25年9月24日
消費者信心指數	月		25年9月30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
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
劉恩妍 (Ensley Liu)

電郵

Howard.wong@sunwahkingsway.com
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837618

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，在未經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。

2025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
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam