

汽车整车

理想汽车：精准定位，打造智能化爆款车型

作者：

分析师 于特 SAC执业证书编号：S1110521050003



行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

摘要

理想汽车产品定位精准，打造智能化爆款，树立高质量品牌形象。理想汽车成立于2015年，差异化的增程式电动汽车既解决了纯电汽车的里程焦虑，又提供可媲美燃油车便利的能源补充体验。理想ONE作为公司目前在售的唯一车型，定位中大型豪华电动SUV，21年以来交付量屡创新高，7月交付突破八千辆，累计交付辆逾72000辆。核心管理的团队背景综合具有科技基因，涉及领域广泛，行业分布均衡。

双轮驱动，增程与纯电并行，补足纯电短板。理想汽车目前正在大力开发高压纯电动汽车技术，专注于开发超快充能力的纯电动汽车，在后续平台方面，将会开发Whale和Shark平台，并规划自2023年起基于Whale和Shark平台每年至少推出两款高压纯电动车型，补足纯电动汽车短板。

智能座舱处于行业领先地位，全栈自研高级辅助驾驶系统。理想首创的四屏交互系统，采用双系统架构；全车语音交互系统可以更加准确的分析人声，提升交互质量；FOTA升级并提供自动回降功能。配备地平线“征程®3”自动驾驶专用芯片及5颗毫米波雷达，后续车型将采用英伟达Orin芯片，未来可提供L4级自动驾驶方案。

摘要

研产销合力布局，构建线上线下一体化平台。北京上海两地研发中心合力开发电动汽车技术；自有生产基地产品质量管控更具优势，未来产能将持续扩大；单一产品销量稳步提升，供应商议价能力逐步增强；直营门店单店效率高；线上营销模式拓展营销渠道，直接与客户沟通。

理想汽车未来市值空间取决于其销量增长及现金流预期。2020年7月理想汽车以股票代码“LI”于美股上市，募资14.7亿美元。2021年8月港股二次上市，募资118亿港元。从特斯拉及造车新势力美股表现看，新势力车企股价与其销量增长及现金流状况关联度较大。我们认为，伴随新车型上市、电池和芯片的紧缺状况得到缓解、工厂产能逐步释放以及智能电动技术日益更新迭代，理想汽车的销量及现金流有望持续改善，其市值具备较大成长潜力。

【投资建议】我们认为公司车型储备丰富，就智能电动化投入超前，拥有较高的产品定义能力，是造车新势力中的龙头公司，看好其中长期发展。

【风险提示】汽车行业景气度下行风险，智能汽车渗透率提升不及预期，汽车行业竞争加剧，新能源汽车销量增长不及预期，缺芯影响汽车产量供给受限。

1

理想汽车：产品精准定位，后来居前成为造车新势力
龙头

1.1 造车新势力三剑客之一，精准产品定位成为造车新势力龙头

- 国内新势力造车三剑客之一。理想汽车是国内知名造车新势力之一，公司成立于2015年4月，总部位于北京，是一家设计、研发、制造和销售豪华智能电动汽车的新能源汽车制造商；同时也是一家融合互联网和人工智能的科技型公司。
- 增程式电动汽车商业化先锋，产品精准定位成为造车新势力龙头。理想汽车作为成功实现增程式电动汽车商业化的先锋，通过差异化的增程式电动汽车解决了纯电汽车的里程焦虑，提供可媲美燃油车的便利能源补充体验；整车FOTA使软件快速迭代更新，深耕智能座舱和辅助驾驶领域，引领智能电动汽车的产品和技术创新，精准的产品定位令其成为造车新势力龙头。

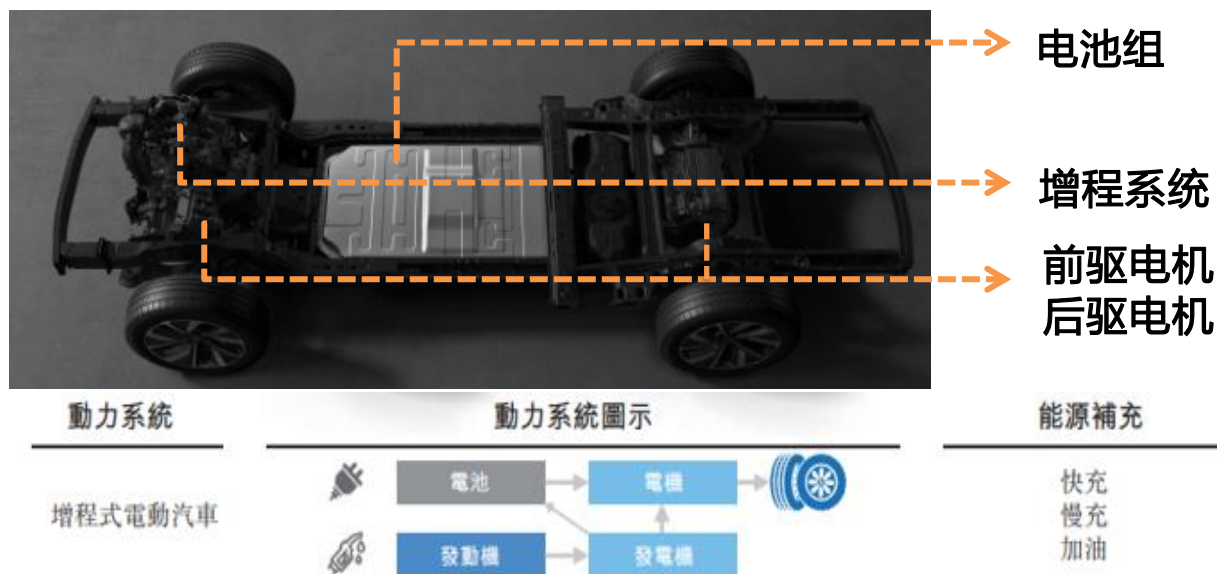
图：理想汽车历史沿革



1.2 精准定位，打造智能化爆款车型

- “致力于研发比燃油车更好的智能电动车”，增程式电动汽车后续发展空间可期。理想汽车于2018年10月推出首款增程式智能电动车理想ONE，也是公司目前在售的唯一一款商业化增程式电动汽车，其定位为一款六座中大型豪华电动SUV，配备了增程系统及先进的智能汽车解决方案。
- 增程式电动汽车是一种基于燃料的增程系统的电动车辆。增程式电动汽车具备一系列特点，有助于克服纯电动汽车广泛应用面临的主要制约因素。增程式电动汽车技术消除了新能源汽车对充电基础设施的依赖，并延长行驶里程以消除里程焦虑。增程式电动汽车技术是中大型SUV的最佳选择，因为其可以通过慢充、快充及加油进行能源补充，即使在消费者无充电基础设施可用的情况下亦可运行，从而消除里程焦虑。

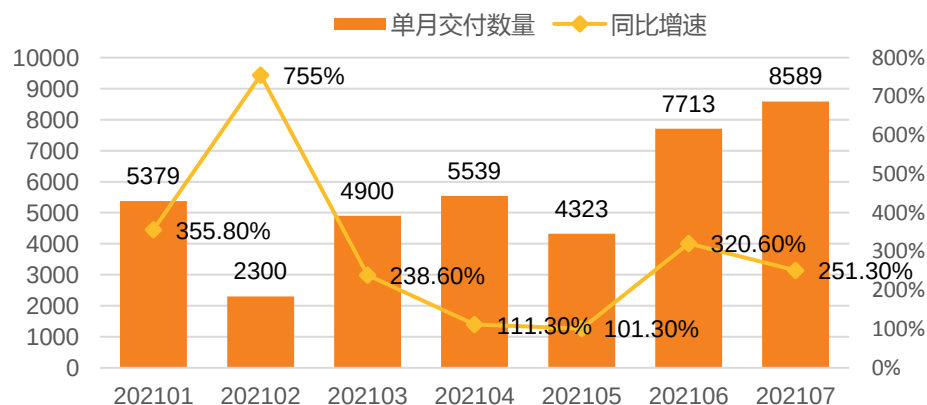
图：理想ONE动力系统



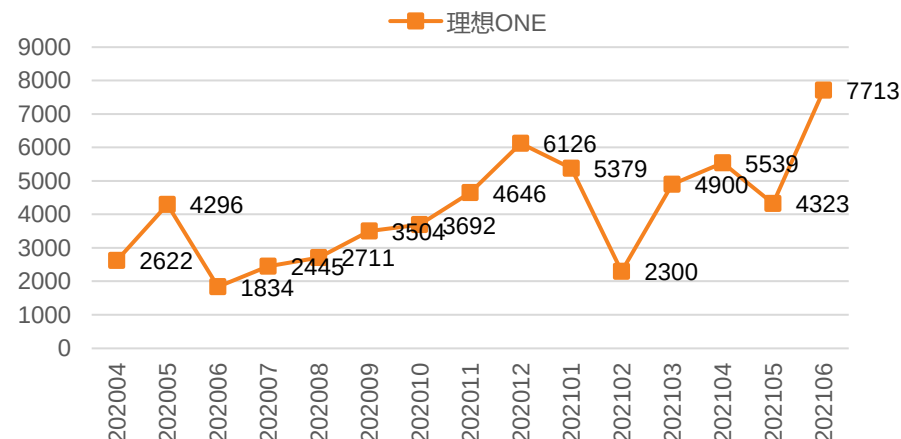
1.2 精准定位，打造智能化爆款车型

- **交付数量节节攀升，后续有望继续突破。**理想ONE于2018年10月推出，2019年11月开始量产，12月开始交付，并于2021年5月推出了2021款理想ONE。自2019年12月理想ONE交付以来，其交付数量稳步攀升，2021年7月交付突破八千辆，创单月交付新纪录，同比增长251.3%，累计交付辆逾72000辆。
- **打造智能化爆款车型，理想ONE销量稳步提升。**理想ONE是理想汽车首款及目前唯一一款在售车型，2021年5月25日，理想汽车推出2021款理想ONE，这款六座中大型豪华电动SUV自2021年以来月销增速较快；2021年6月销量达7713辆，创下新的销量记录。
- **新车型新平台开发，销量有望持续攀升。**理想计划于2022年推出首款全尺寸豪华增程式电动SUV，并在2023年后每年至少推出两款高压电动车型，随着理想汽车后续产品线的丰富增加，整体销量有望持续攀升。

图：理想ONE单月交付数量(单位：量)及增速（单位：%）



图：理想ONE月销量(单位：量)



1.3 后续平台及车型推出计划：双轮驱动，纯电与增程并行

- 2022年，基于X平台推出首款全尺寸豪华增程式电动SUV。理想汽车正在开发的X平台继承了现有的增程式电动汽车平台，并且配备了下一代增程电动动力系统。2022年，将基于X平台推出首款全尺寸豪华增程式电动SUV，并且率先在此车型上使用NVIDIA Orin系统级芯片中运算能力最强的产品。
- 2023年起，将基于Whale和Shark平台每年至少推出两款高压纯电动车型。理想汽车目前正在大力开发高压纯电动汽车技术，专注于开发超快充能力的纯电动汽车，并为此开发Whale和Shark平台，规划自2023年起每年至少推出两款高压纯电动车型。

图：电动汽车平台

平台	动力系统	能源补充	定位	自动驾驶硬件
X	增程式电动车	快充 慢充 加油	豪华SUV	L4（标配）
Whale	高压纯电动汽车	快充 慢充 超快充电	空间优先	L4（标配）
Shark	高压纯电动汽车	快充 慢充 超快充电	性能优先	L4（标配）

图：后续平台及车型推出计划



资料来源：理想汽车官网、招股说明书、天风证券研究所
天风汽车团队

1.4 创始人及核心管理团队具备互联网及造车基因

- 互联网、汽车制造和供应链三项融合，塑造核心管理团队。理想汽车的核心管理团队成員李想、李铁、沈亚楠、王凯、马东辉分别来自汽车之家、联想、伟世通和三一重工。管理团队成員拥有丰富的创办及管理互联网科技公司的经验，深耕汽车研发多年，悉知全球供应链运营管理，涉及领域广泛、经验丰富。
- 行业顶尖专家加盟，助力提升公司核心竞争力。2020年9月，汽车电子电气架构、域控制器领域、汽车智能网联与自动驾驶领域的全球知名专家王凯宣布加入理想汽车并担任CTO，这位顶级架构师将负责统筹和规划理想的整体技术架构，行业顶尖专家的加入可使理想在接下来的竞争中保持领先地位。

图：理想汽车核心管理团队

管理团队	背景	职位
李想	汽车之家创始人，总裁	创始人/董事长/CEO
沈亚楠	曾任联想副总裁	执行董事/总裁
李铁	曾在普华永道会计师事务所任职； 曾任汽车之家副总裁	执行董事/首席财务官
王凯	曾任大唐微电子技术有限公司硬件设计工程师； 诺基亚公司资深硬件专家； 伟世通全球首席架构师及高级驾驶辅助系统总监	首席技术官
马东辉	曾任阿尔特汽车技术股份有限公司担任高级项目经理； 三一重工车身有限公司任研究院院长	总工程师

1.5 历史融资情况：已于美股港股双重主要上市

- **多方资本入股，为中长期发展蓄力。**自2014年成立以来，理想汽车获得了美团、字节跳动、中金公司、明势资本等多方投资者的支持。截至2020年7月美股上市前，理想汽车共经历10轮融资，公开披露累计融资额超过146亿元。
- **美股港股双重主要上市。**2020年7月30日，理想汽车以股票代码“LI”在美股上市，首次公开募股和同时进行的私募筹集共募资14.7亿美元。

图：理想汽车主要融资历程

日期	融资轮次	融资金额	投资方
2015/10/1	天使轮	1000万美元	明势资本、个人投资人
2016/5/1	A轮	7.8亿人民币	明势资本、发现创投、梅花创投、元璟资本、利欧股份等
2017/9/8	A+轮	6.2亿人民币	明势资本、利欧股份、梅花创投、元璟资本、源码资本等
2017/10/23	Pre-B轮	数千万人民币	StarVC、中金甲子、山行资本、航嘉源投资、明势资本等
2018/3/22	B轮	30亿人民币	经纬中国、新能源基金、蓝驰创投、源码资本、明势资本等
2018/11/14	股权转让	千万级美元	山行资本
2019/8/6	C轮	5.3亿美元	美团、字节跳动、王兴、经纬中国、首钢基金等
2020/2/3	股权融资	未披露	中金资本、美团龙珠
2020/6/24	D轮	5.5亿美元	美团、李想
2020/7/25	战略融资	3.8亿美元	美团、字节跳动、王兴、王慧文
2020/7/30	美股上市	14.7亿美元	公开发行
2021/8/12	港股上市	118亿港元	公开发行

资料来源：理想汽车官网、天眼查、天风证券研究所

天风汽车团队

1.5 历史融资情况：港股二重上市，融资重点布局电动化、智能化

- 港股二重上市募资**118亿港元**，融资投向四大方面，重点布局电动化、智能化领域。据公司公告，理想汽车港股IPO定价为每股**118港元**，本次香港上市募资共计**118亿港元**。至此，理想汽车成为继小鹏汽车后第二家“双重主要上市”的造车新势力企业。
- 根据招股说明书本次募资所得款项将分配四大方面，分别是开发高压纯电动汽车技术、平台及未来车型；智能汽车及自动驾驶技术；扩大基础设施、市场营销及推广；运营及其他一般公司用途，重点布局电动化、智能化领域。

图：理想汽车港股募资用途

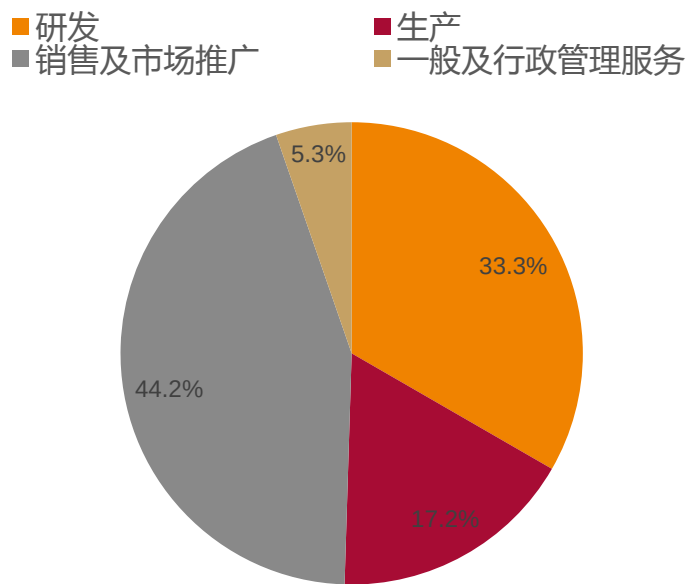
比例	金额（港元）	用途	细分
45%	51.98亿	开发高压纯电动汽车技术、平台及未来车型	高倍率电池、高算力平台、超快充电技术
			研发Whale和Shark平台在内的高压纯电动平台
		智能汽车及自动驾驶技术	研发计划2023年推出的两款高压纯电动车型 增强智能汽车系统、下一代电气系统、电子结构关键技术
45%	51.98亿	扩大基础设施、市场营销及推广	增强当前L2级自动驾驶技术，开发L4级自动驾驶技术
			未来12-30个月开发增程式电动汽车车型 研发先进生产技术，建设一个新工厂，升级现有常州工厂
10%	11.55亿	运营及其他一般公司用途	扩张零售门店与交付及服务中心 推出高功率充电网络 市场营销及推广

资料来源：招股说明书、天风证券研究所
天风汽车团队

1.6 研产销布局：北上合力研发，提升产能与扩大营销并举

- **北京上海两地研发，合力开发智能电动汽车技术。**总部位于北京，2021年5月上海的新研发中心落成，目前北京和上海团队正合力开发电动汽车技术，包括：下一代动力系统、高倍率电池、高压平台、超快充电技术、自动驾驶技术、下一代智能座舱、操作系统和算力平台。
- **截至2021年3月31日，共有1633名研发人员，占雇员总数的33.3%，**涵盖汽车设计及工程、智能系统及自动驾驶部门。

图：各职能人员占比



图：理想汽车上海研发中心



1.6 研产销布局：北上合力研发，提升产能与扩大营销并举

- **提升产能与扩大营销并举。**理想汽车于2016年建立位于常州的生产基地，拥有冲压、焊装、涂装、总装四个车间，2020年产能10万辆，利用率36%，未来计划将充分利用此产能，并持续升级投资常州工厂，2022年提升产能至20万辆，用于生产计划中的全尺寸豪华智能增程式电动SUV；未来还将建设一座新工厂。
- **在营销方面，拥有销售及市场推广人员2166人，占雇员人数的44.2%。**未来将在产品拥有较大销售潜力的城市开设更多的零售门店及售后维修中心，通过社交媒体的营销活动进一步推广品牌及产品。

图：理想汽车生产基地



图：理想汽车总装车间



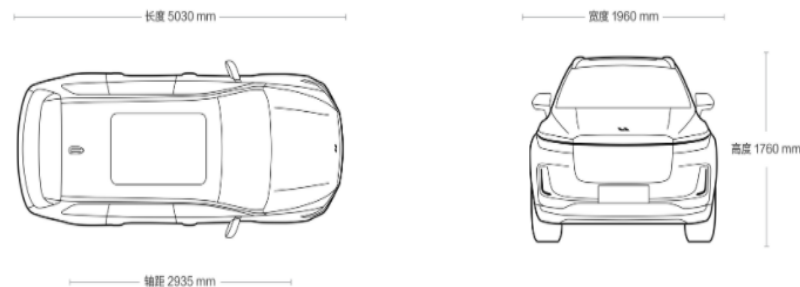
2

主要车型：理想ONE，打造智能电动爆款

2.1 2021款理想ONE技术参数及配置

图：2021理想ONE技术参数及底盘系统

技术参数	长宽高	5030*1960*1760
	轴距	2935mm
	最小离地间隙	180mm
	座位数	6
	整备质量	2300kg
底盘系统	悬挂系统	麦弗逊式前悬架 多连杆式后悬架
	制动系统	前后通风盘式制动 iBooster 2.0电子助力制动系统
	制动能量回收系统	舒适 / 标准
	电控可调液压减震	舒适 / 标准
	随速可变电子助力转向	舒适 / 标准
	可调加速踏板模式	舒适 / 标准 / 运动



图：2021理想ONE车内布局

2.1 2021款理想ONE技术参数及配置

图：2021理想ONE技术参数

动力系统	NEDC综合工况续航里程	1080km
	WLTC综合工况续航里程	890km
	驱动方式	前后双电机四驱
	前驱电动机	永磁同步电机 功率：100kW 扭矩： 240N·m
		永磁同步电机 功率：145kW 扭矩： 215N·m
	后驱电动机	
	动力系统总功率	245kW
	动力系统总扭矩	455N·m
	最高车速	172km/h（电子限速）
	100km/h加速时间	6.5s
电池	动力电池类型	三元锂电池
	NEDC综合工况电池续航里程	188km
	WLTC综合工况电池续航里程	155km
	动力电池总电量	40.5kWh
增程发电系统	动力电池冷却方式	液冷
	增程发电系统	1.2T增程器+高效发电机
	NEDC综合工况燃油续航里程	892km
	WLTC综合工况燃油续航里程	735km
	燃油标号	95号
	油箱容积	55L
充电时间	环保标准	国六b
	直流快充充电时间（60kW）	30分钟（20%–80%）
	交流慢充充电时间（7kW）	6小时（0–100%）



图：2021理想ONE

2.2 理想ONE新老对比：提升辅助驾驶功能

- 2021新款理想ONE座椅空间加大，重点提升辅助驾驶功能。2021款理想ONE的最大亮点即为辅助驾驶功能的提升。自动驾驶芯片从原来的Mobileye Q4更换为两颗地平线“征程®3”自动驾驶专用芯片；毫米波雷达数量由1个升级为5个；新增1颗4K清晰度的800万像素辅助驾驶摄像头；升级座舱的语音交互功能；在NEDC和WLTP综合续航里程方面均有明显提升，并且NEDC工况的热机油耗下降到了6.05L/100公里。

图：理想ONE新老对比

	2019款	2021款
发布时间	2018.10	2021.05
售价	32.8万元	33.8万元
亮点	所有配置全部标配	所有配置全部标配
座椅布局	6座、7座两种座椅布局	6座座椅布局 第三排腿部空间增加了41mm
NEDC综合续航里程	800公里	1080km
WLTP综合续航里程	690公里	890km
智能驾驶芯片	采用Mobileye EyeQ4视觉识别方案	采用了两颗地平线最新款的“征程®3”自动驾驶专用芯片
雷达	博世的毫米波雷达*1	博世第五代毫米波雷达*5
摄像头	360°高清全景影像	800万像素视觉识别摄像头，识别精度达到4K级别
辅助驾驶	提供多项辅助驾驶功能	标配理想AD高级辅助驾驶系统 基于视觉的全自动泊车辅助系统 L2基础上升级NOA导航辅助驾驶的能力
智能座舱	首创四屏语音交互	智能语音系统重构 成为全球唯一提供“全车自由对话功能”智能语音座舱的车型
新增功能		对外放电功能，支持一系列的露营电器设备
配色		新增Deep Green特别版珍珠漆和Tech Blue特别版冷光漆
安全	C-NCAP超五星安全标准	C-NCAP碰撞测试五星评价 C-AHI汽车健康指数双五星 C-IASI碰撞测试成绩优异

资料来源：理想汽车官网、天风证券研究所
天风汽车团队

2.3 智能座舱计划

- 智能交互系统，提供高端车内体验。理想ONE配备了更加先进的汽车智能系统，智能座舱计划包括：四屏交互系统、全车语音交互系统及FOTA升级，并且正在研发未来智能交互系统包括车内感知系统、融合地图、车内云网络（Mesh）以及集成式汽车控制和计算单元，致力于为用户提供高端车内体验。

图：理想ONE智能座舱配置情况

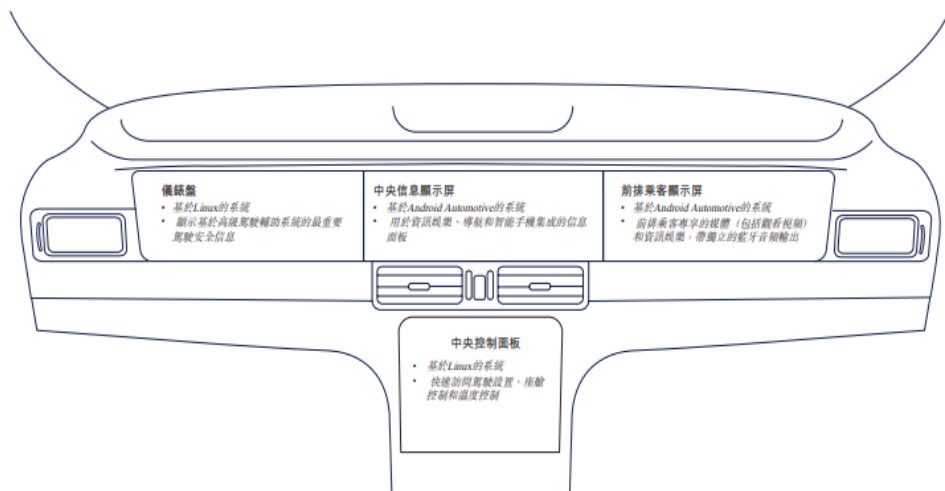


资料来源：理想汽车官网、天风证券研究所
天风汽车团队

2.3 智能座舱计划：首创四屏交互系统

- **首创四屏交互系统，双系统架构。**理想ONE作为全球首款搭载四屏交互系统的量产车型，拥有中控屏、副驾娱乐屏、数字仪表盘与功能控制屏四块屏幕，并采用双系统架构。Linux-Android系统主要负责车辆驾驶控制，采用德州仪器Jacinto 6芯片，对应数字仪表盘与功能控制屏；Android Automotive系统主要负责车内娱乐和交互，采用高通骁龙820A芯片，对应中控屏与副驾娱乐屏；两套系即可交互亦可独立运行。四屏交互系统可保障更好的驾驶安全性及便利性。

图：理想ONE四屏交互系统设计图



图：理想ONE四屏交互系统



2.3 智能座舱计划：FOTA升级

- FOTA升级，并提供自动回降。**FOTA(Firmware Over-The-Air)无限固件升级，专门为具有链接互联网功能的设备提供各升级服务，是一种能有效跟踪及安装固件的解决方案。理想ONE车辆系统通过FOTA升级设计具有可延展性，如升级过程遇到问题也可自动回降，并在以后重试。2020年，理想ONE共完成11次FOTA升级。2020年12月通过FOTA升级推出理想ONE2.0车载系统更新，覆盖软件功能、辅助驾驶系统和硬件优化升级。全面升级改造智能交互系统、高级驾驶辅助系统、车辆控制、用户体验等方面。此外，导航辅助驾驶、高精度地图、车道及导航等功能也将通过后续OTA的方式推出。

图：理想ONE 2.0车载系统升级情况

软件及功能升级	新增视频应用：哔哩哔哩 高德地图升级到4.6版本 新增行车记录仪车机回看功能 手机钥匙功能新增多款手机适配 优化车机系统的显示效果和美观度
辅助驾驶系统	增加货车并线预警功能
硬件优化升级	前悬架下摆臂球销升级 底盘后护板升级
后续OTA	导航辅助驾驶 高精度地图 高精度亚米级定位 车道级导航 限速提醒

图：理想ONE 2.0车载系统升级情况

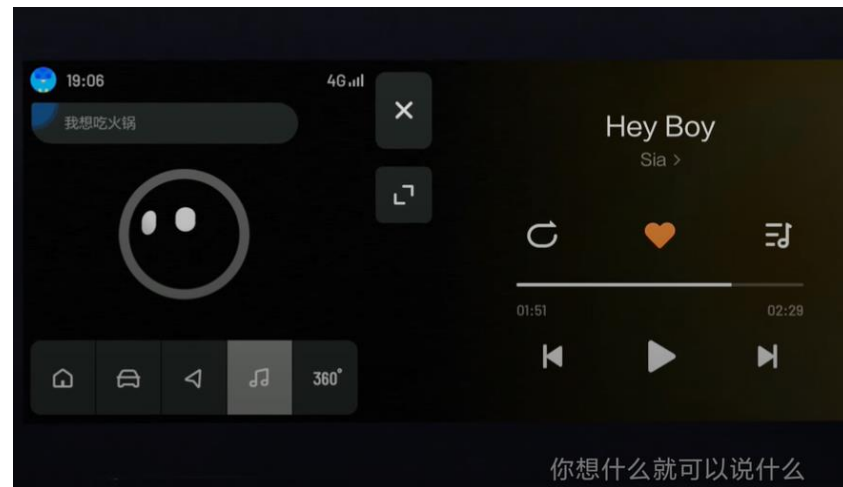


资料来源：理想汽车官网、招股说明书、天风证券研究所
天风汽车团队

2.3 智能座舱计划：全车语音交互系统 & 未来智能交互系统

- **全车语音交互系统，Every Voice Matter。**全车语音交互系统为车内交互提供全面解决方案，自然语言处理算法更加准确分析人声，提升系统交互质量。可实现通过通过车内自然交谈查询路线、接打电话、配置系统设置等功能。达到懂你所想，知你所需。
- **未来智能交互系统开发包括四方面：车内感知系统、融合地图、车辆云网络(Mesh) 以及集成式汽车控制和计算单元。**车内感知系统通过三维建模安装一些列传感器构建，相同功能特性没，不同驾驶体验；融合地图链接自动驾驶与非自动驾驶部分，提供更完善地图体验；车辆云网络（Mesh）打通车端、云端及移动应用，能够在间歇性网络中保持所有终端的一致性；集成式汽车控制和计算单元可实现车辆动力系统、地盘、中央网关和车身之间的跨域控制计算，同时与云平台和其他车载计算单元协作，增强硬件性能和车辆控制。

图：理想ONE全车语音交互系统



2.4 智能驾驶：全栈自研，理想AD高级辅助驾驶系统

- 配备地平线“征程®3”自动驾驶专用芯片及5颗毫米波雷达，将推出导航辅助驾驶系统。理想ONE搭载增强型L2级自动驾驶解决方案，包括自适应巡航控制、自动紧急制动、自动泊车辅助、前向碰撞预警、车道变化辅助等10余项辅助驾驶功能。2021款理想ONE搭载理想AD高级雷达、一颗4K清晰度800万像素前置摄像头。2021年下半年将通过OTA技术向用户推出配备导航辅助驾驶系统，配备两颗地平线“征程J3”自动驾驶专用芯片、五颗博世第五代毫米波系统，包括自动上下匝道、自主超车、车道及导航等功能。
- 全栈自研，涵盖视觉感知、传感器融合、决策、规划和控制系统。理想正在开发自研的自动驾驶数据平台，通过”影子模式“手机驾驶数据，人员在不同场景的驾驶决策即模式将被加密，通过人工智能算法及数据挖掘技术优化自动驾驶系统。

图：理想AD高级辅助驾驶系统配置

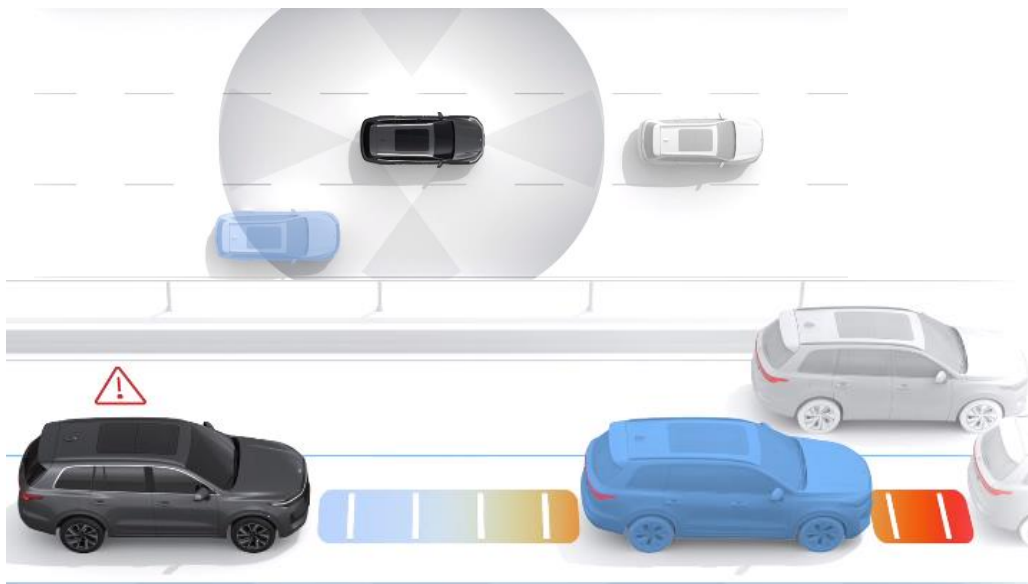
配置	理想AD高级辅助驾驶控制器	
	辅助驾驶芯片	地平线征程3
	800万像素辅助驾驶前摄像头	1
	前向毫米波雷达	1
	角毫米波雷达	4
	超声波传感器	12
	环视摄像头	4

图：理想AD高级辅助驾驶功能

辅助驾驶功能	全速域自适应巡航	车道偏离预警
	车道保持辅助	前方碰撞预警
	自动紧急制动	智能跟随
	前方车辆横穿提醒	全场景视觉泊车
	后方车辆横穿提醒	停车位驶离
	侧方盲区辅助	辅助并线
	开门防撞提醒	感知环境显示
	前车起步提醒	360° 高清全景影像
	窄路辅助（窄路监测，自动全景影像）	
	高清倒车影像	

2.4 智能驾驶：全栈自研，理想AD高级辅助驾驶系统

全速域自适应巡航+车道保持辅助
在自动跟随牵扯的同时，稳定的行驶在车道中间，堵车无忧，长途更轻松



自动紧急制动
通过摄像头和毫米波雷达实时监测车辆前方，减少驾驶员注意力分散导致的追尾事故

全自动视觉泊车
融合视觉与雷达感知，实现有线和无线车位的自动泊入



信号灯识别
通过视觉色彩和感知，识别路口的信号灯的变化



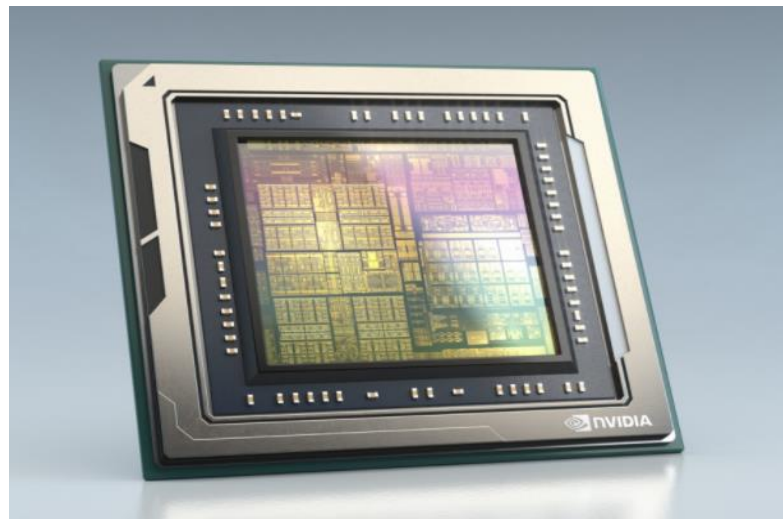
2.5 智能驾驶未来计划

- 与英伟达德赛西威深度合作，未来可提供L4级自动驾驶方案。2020年9月，理想汽车宣布将在2022年推出的全尺寸增程式智能SUV上率先使用NVIDIA Orin系统级芯片中运算能力最强的产品。Orin采用了8nm的生产工艺，单片运算能力可达到每秒200TOPS（每秒200万亿次运算），是上一代Xavier系统级芯片的7倍，功耗仅为45瓦。标配单片Orin可提供L2+级别的高级辅助驾驶功能，双片可提供L4级别自动驾驶方案。
- 德赛西威将基于Orin系统级芯片的强大运算能力，为理想汽车提供自动驾驶域控制器。与德赛西威的合作使理想汽车能够在此基础上独立完成所有自动驾驶的程序设计和算法逻辑的设定，可以完整独立开发Level 4级别自动驾驶系统。

图：理想与英伟达、德赛西威战略签约仪式



图：NVIDIA Orin 芯片



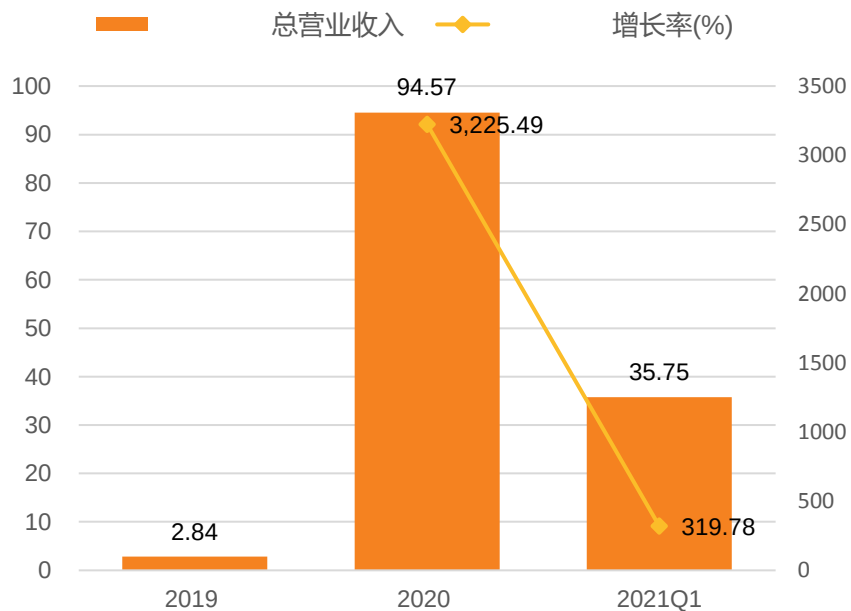
3

财务分析：最先实现盈利的造车新势力，目前盈利能力最强

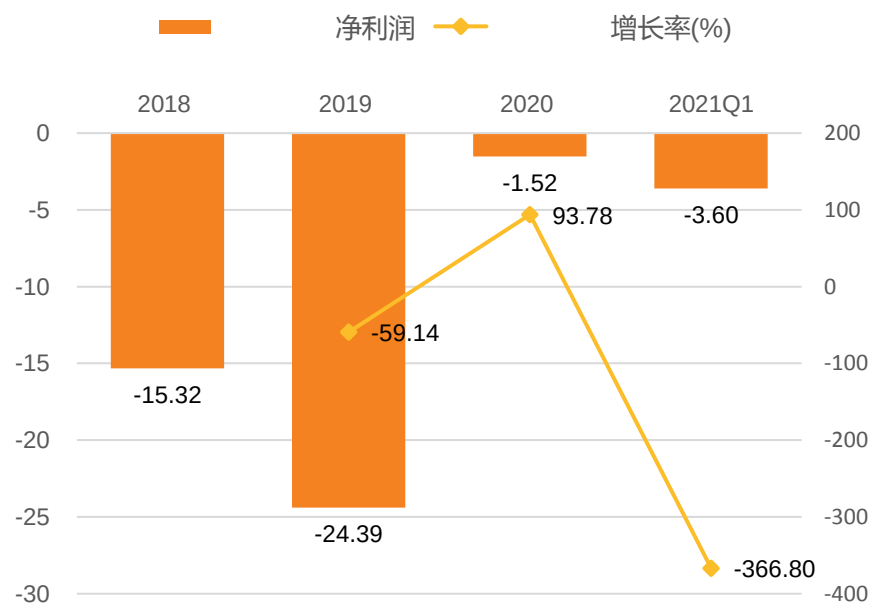
3.1 财务基本情况：营收快速增长，亏损开始收窄

- 上市至今，营收伴随交付量的不断提升而快速增长。2020年公司营业收入94.57亿元，同比增长3225.49%；21Q1营收35.75亿元，同比增长319.78%。
- 成立至今，在2020年Q4实现盈利，但因2021年起加大对研发的投入，预计未来仍将亏损，但净亏损幅度在公司的可控范围内。2018年亏损15.32亿元，2019年亏损24.39亿元，2020年亏损1.52亿元，2021年Q1亏损3.6亿元。

图：理想汽车营收及增速（单位：亿元）



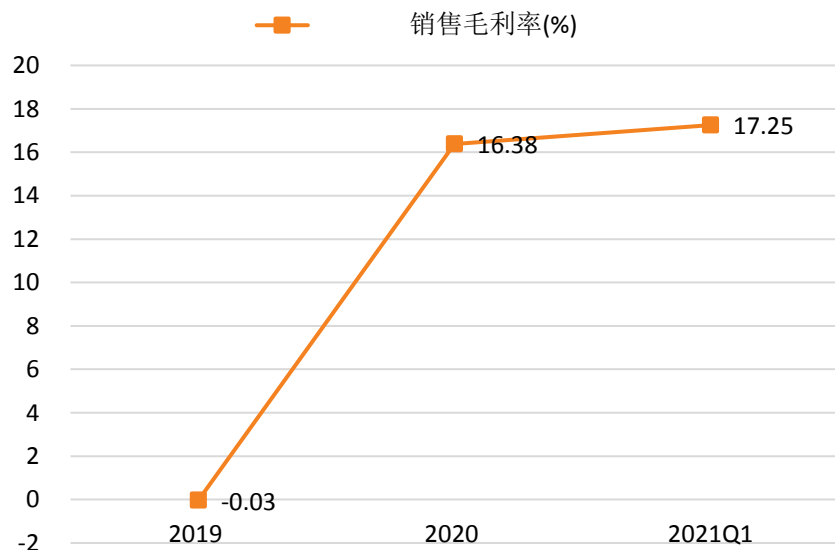
图：理想汽车归母净利润及增速（单位：亿元）



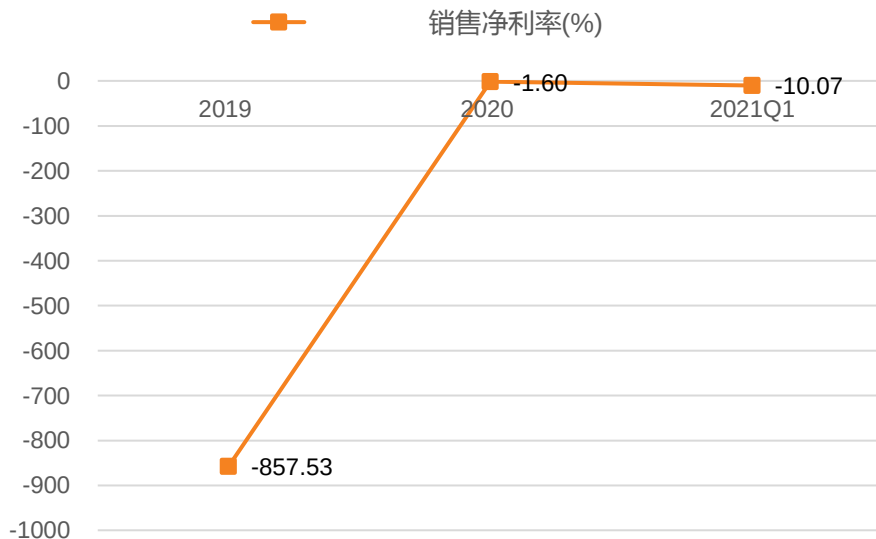
3.1 财务基本情况：利润率持续改善中

- 毛利率持续改善，新车批量销售第一年即转正。得益于产销量增长带来规模效应，以及管控能力加强带来的成本降低，21Q1毛利率继续提升，已经达到17.25%。
- 由于公司在2020年12月才进行交付，因此2019年毛利率及净利率表现与2020年及2021年差异性较大。公司在2021年起加大研发投入，同时销售及市场费用也需要持续投入，因此21年Q1净利润率开始走低，从2020年的-1.60%降低至-10.07%。

图：理想汽车毛利率（单位：%）



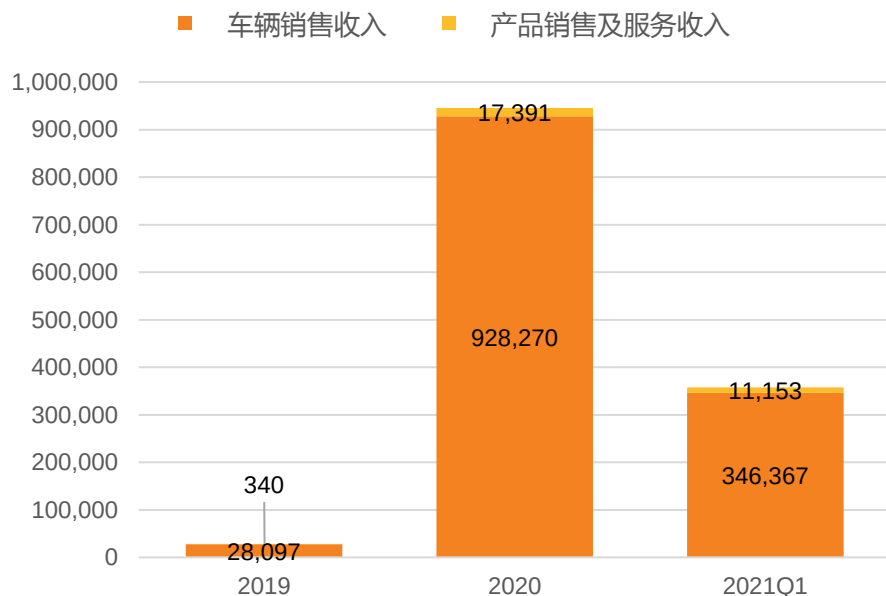
图：理想汽车销售净利率（单位：%）



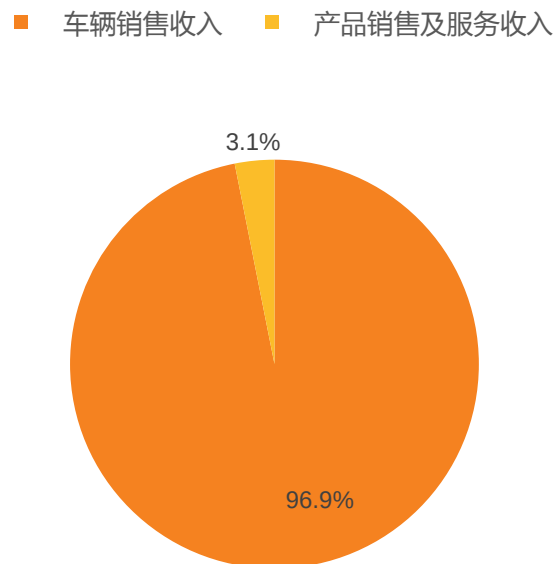
3.2 收入分析：以汽车销售为主要收入来源

- [illegible]

图：理想汽车分业务营业收入（单位：亿元）



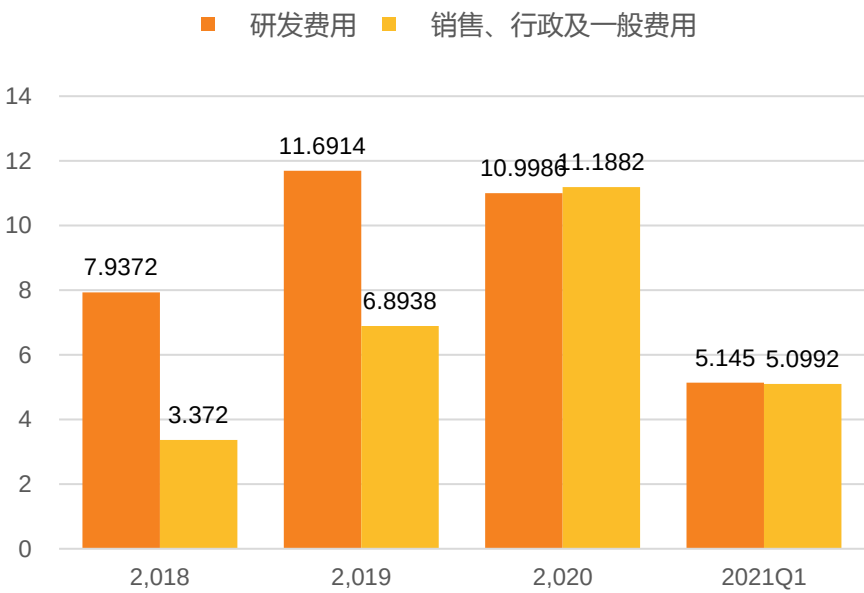
图：2021Q1理想汽车主营产品结构



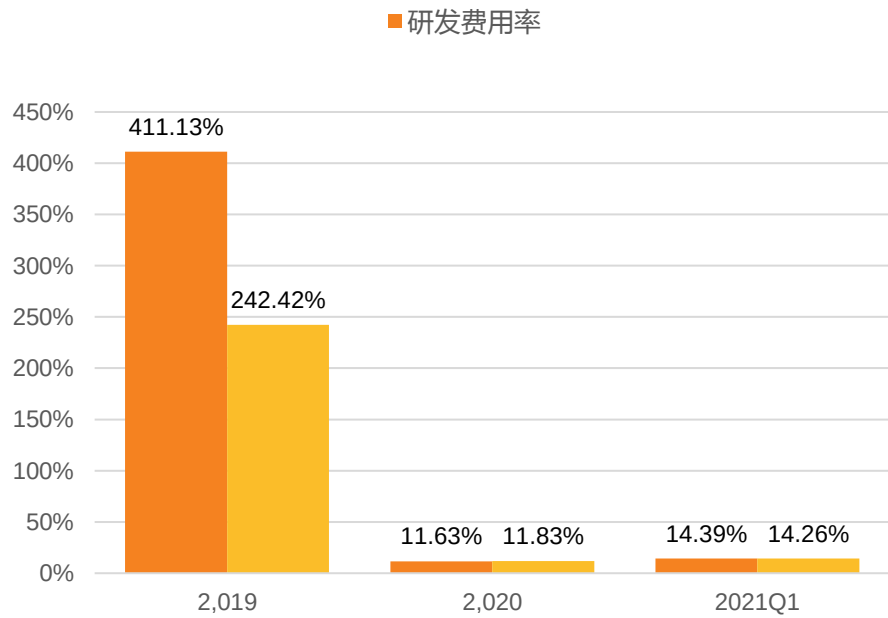
3.3 费用分析：未来研发、销售及管理费用占比有望降低

- 公司对研发、销售及管理费用持续投入。18年至21年Q1，研发支出分别为7.9亿元、11.69亿元、11亿元和5.15亿元，能够看到公司自2021年起由于规划了多个车型平台因此研发投入显著增加。
- 公司的销售及管理费用在开始交付后上升。18年至21年Q1，销售、行政及一般费用分别为3.4亿元、6.9亿元、11.2亿元和5.1亿元。公司产品定位豪华高端，能够看到在车辆开始交付后销售及管理费用显著上升。
- 未来，随着公司营收的快速增长，研发、销售及管理费用占比有望降低。

图：理想汽车各项主要费用（单位：亿元）



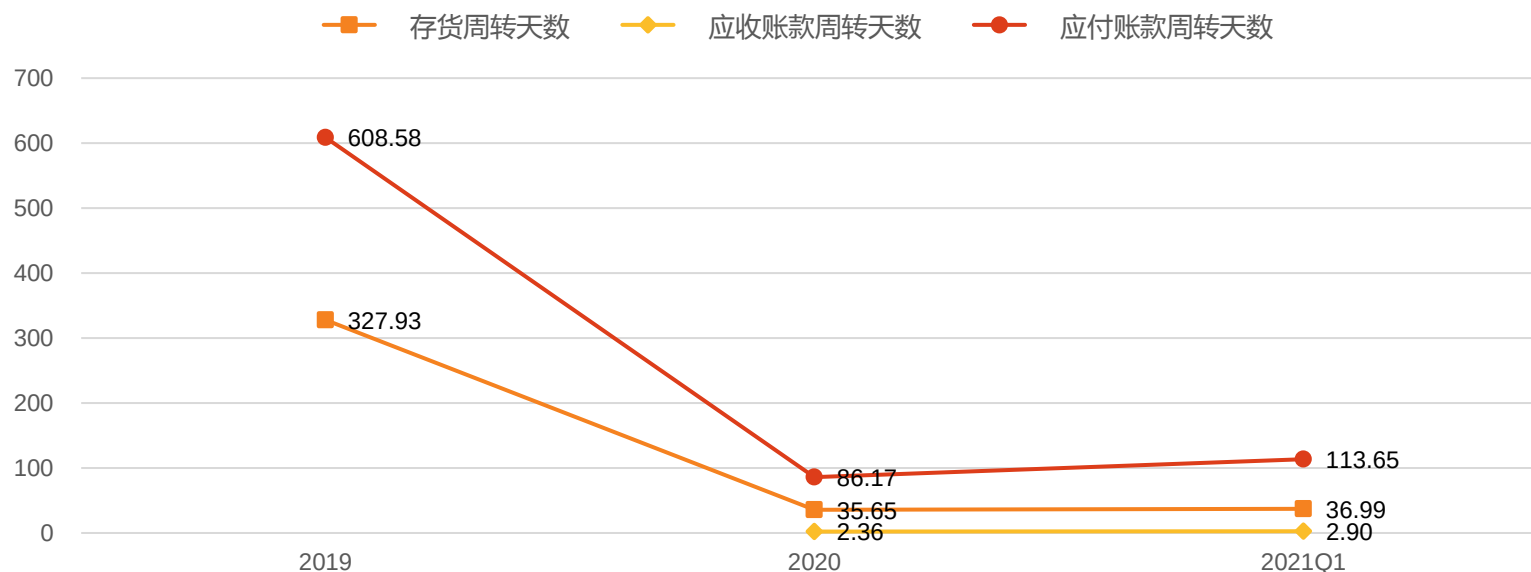
图：理想汽车研发费用、销售及行政费用占营收比例（单位：%）



3.4 营运能力：整体指标良好，显示公司优异的管理能力

- **存货周转天数保持平稳。**公司总体存货周转天数保持平稳，2021Q1受春节影响，存货周转天数有小幅提升。
- **20年至21年Q1，公司的应付账款周转天数提升。**显示公司对供应商的议价能提有所增强。
- **采取直营模式。**不同于传统车企的4S店销售模式，公司采取直营模式，故公司应收账款周转天数保持低位。
- **交付及提前备货零部件是2019年财务指标出现较大差异的原因。**我们认为因公司2019年12月开始交付车辆，同时需要提前备货零部件，因此存货周转天数及应付账款周转天数与2020及2021Q1数据有较大差异。

图：理想汽车存货、应收账款、应付账款周转天数（单位：天）



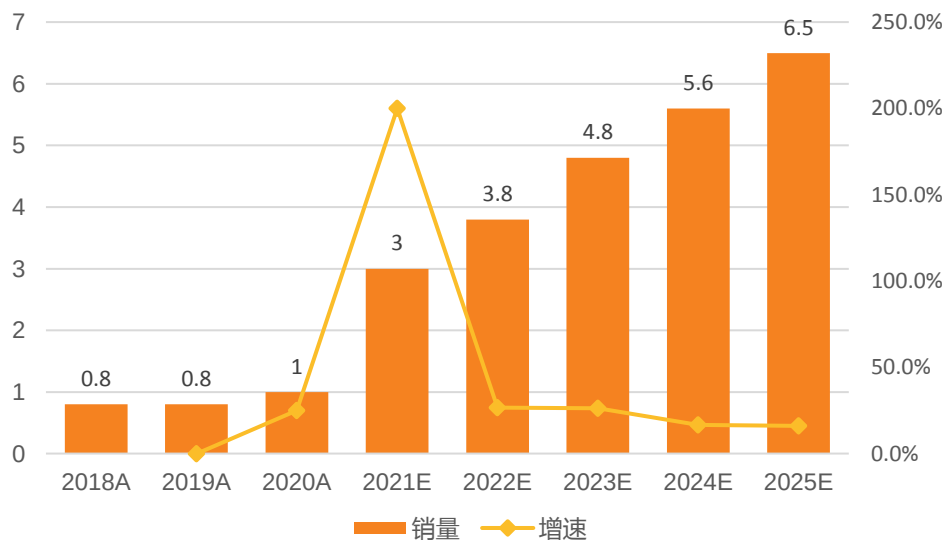
4

行业分析

4.1 2021年起新能源汽车销量恢复高增长

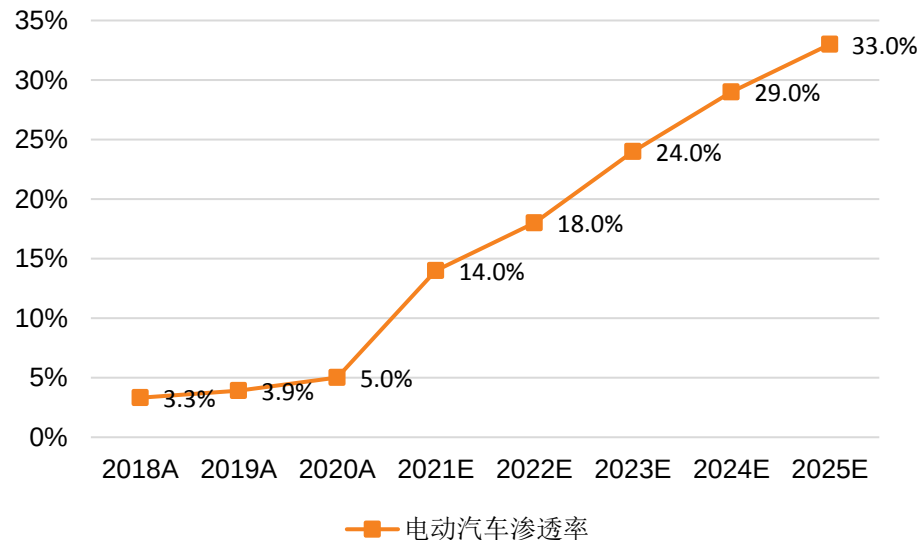
- 国内新能源汽车销量增速稳定，全球份额比重居于高位。2020年中国新能源汽车销量约为100万辆，我们认为2021年中国新能源汽车销量有望突破300万辆，根据各主机厂2025年的销量目标和当前新能源汽车市场的强劲增长态势，我们认为到2025年，中国新能源汽车销量有望突破600万辆，渗透率有望突破30%。
- 多方资本入局，电动智能赛道已成为全球最大创业风口。中国作为全球最大的智能汽车市场之一，正全力迎接智能化转型的趋势，同时已获得国家层面的大力支持。智能汽车产业链自上而下打开，多家整车企业及科技型企业已切入赛道。

图：国内新能源汽车销量（单位：百万辆）及增速预测



资料来源：小鹏汽车招股说明书、天风证券研究所

图：国内电动汽车渗透率（单位：%）预测

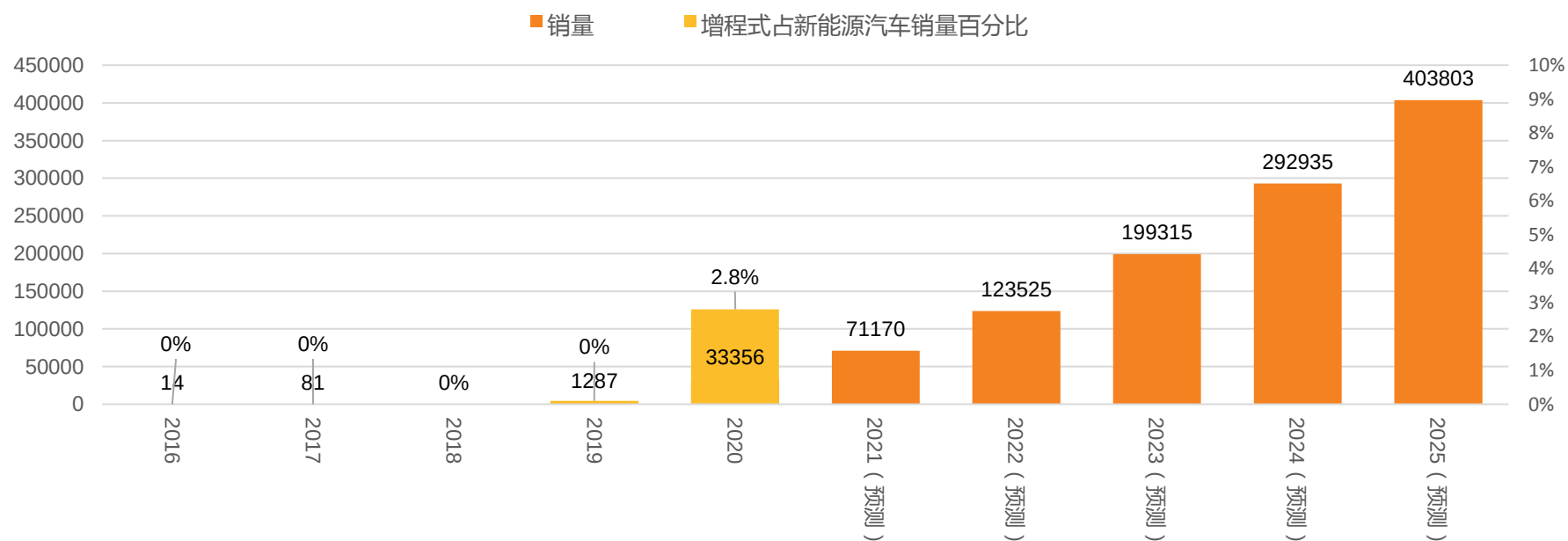


资料来源：小鹏汽车招股说明书、天风证券研究所

4.1 增程式电动汽车将可以保持快速发展

- **增程式电动汽车年复合增长率近600%。**增程式电动汽车于中国的总销量从2016年的14辆增至2020年的33,356辆，年复合增长率为598.7%。
- **增程式电动车中国市场份额提升至2.8%，预计未来将保持快速发展。**根据理想汽车招股书，以增程式电动汽车于中国的总销量除以新能源汽车于中国的总销量计算，增程式电动汽车于中国的市场份额从2016年的0.005%增至2020年的2.8%。在政策及先进推进技术推动解决里程焦虑痛点的情况下，预计2025年增程式电动汽车销量将进一步增至约403,800辆，2020年至2025年年复合增速为64.7%。

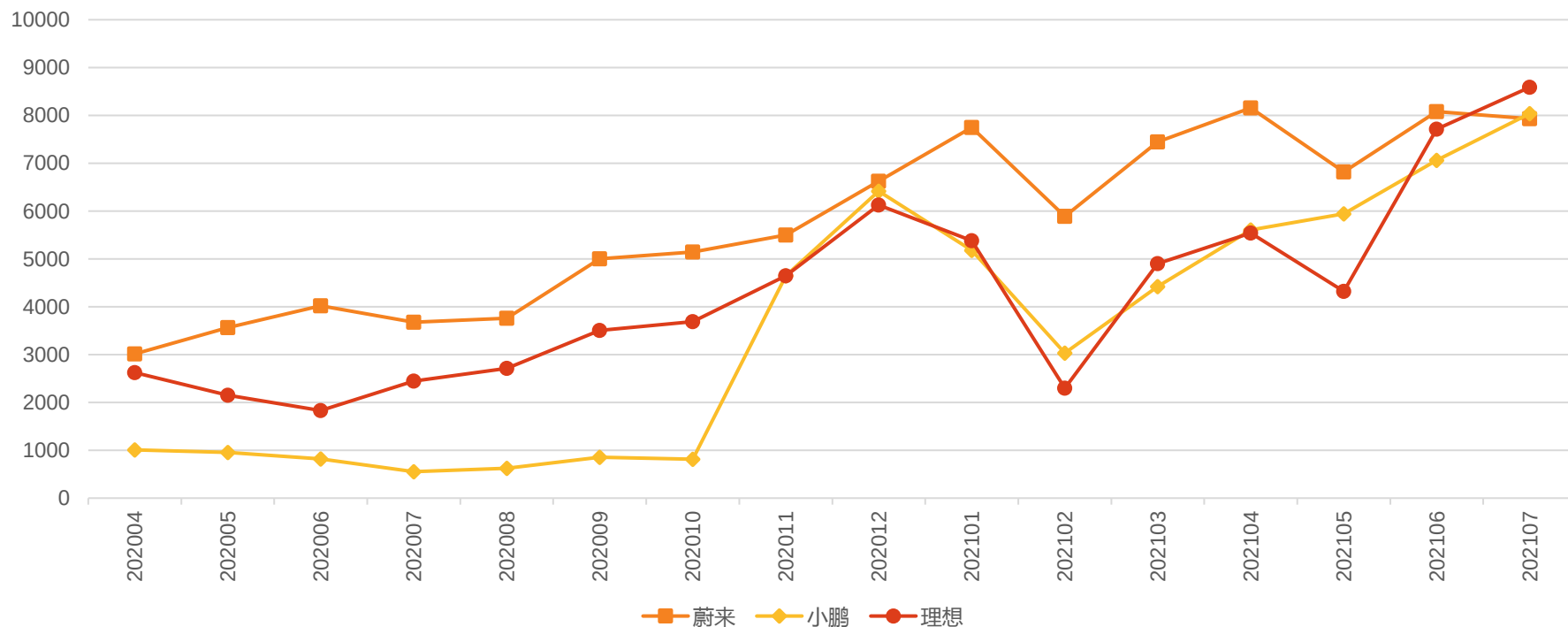
图：增程式电动汽车中国销量2016年（实际）至2025年（预测）及占比



4.2 造车新势力销量持续新高，消费者认同度提升

- 造车新势力销量持续创新高，消费者认同度提升。造车新势力三剑客凭借差异化的产品力，贴近消费者的服务，以及独特的造车理念，近年来销量呈现稳步向上突破的态势，不断创出新高。从市占率角度，2019年主要上量的造车新势力（蔚来、小鹏、理想、威马、云度）在国内新能源汽车市场的合计市占率仅为6.2%，而2020年11月造车新势力的市占率已达25%，说明消费者对造车新势力的接受度正快速提升。

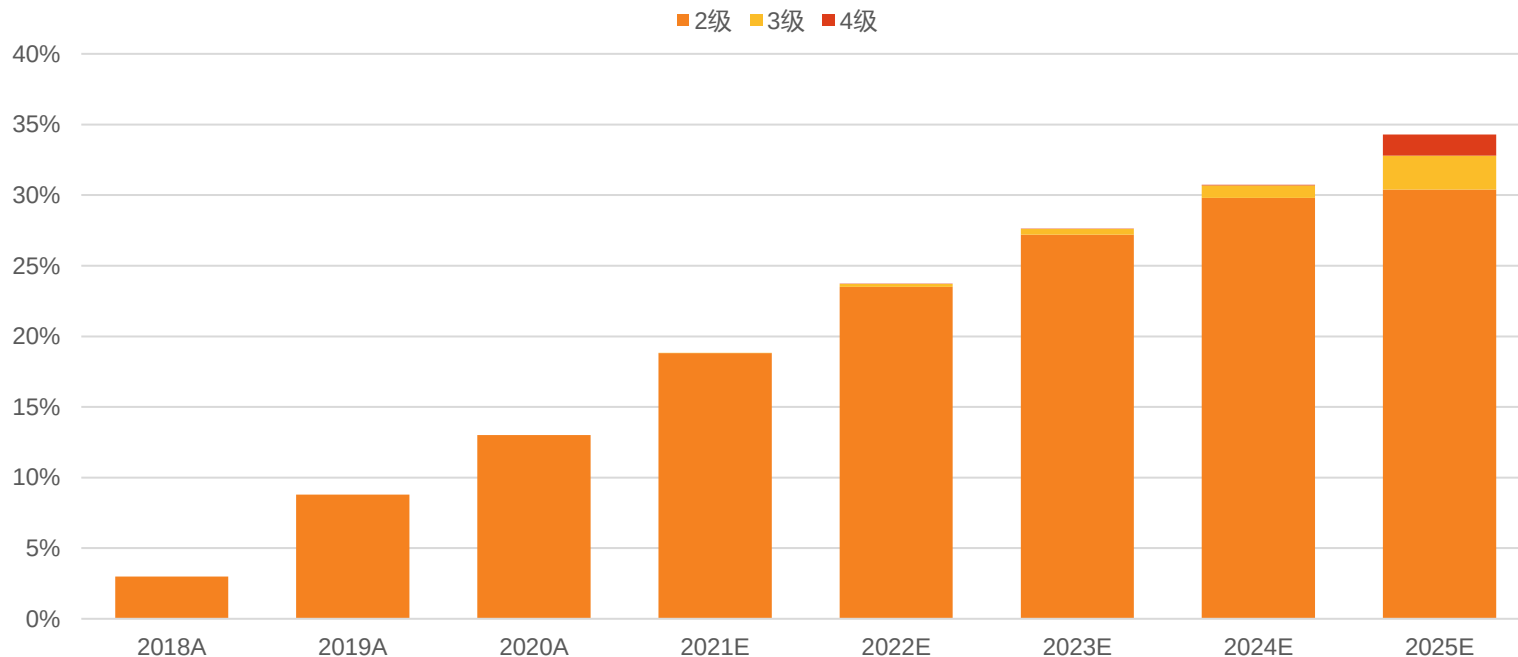
图：国内造车新势力龙头月销量（单位：辆）



4.3 智能驾驶重新定义驾驶体验

- **智能驾驶重新定义驾驶体验。**智能驾驶已来，目前上市的车型已逐步搭载L2级别的智能驾驶，在辅助驾驶员进行驾驶操作的同时也给驾驶带来了不同的体验。
- **中国消费者容易接受先进的车载科技，互联网及OTA日益普及。**根据IHS Markit调查，中国消费者相比全球其他主要地区的消费者更容易接受新的车载科技，如互联、OTA更新及自动驾驶等。车载科技及功能已成为中国消费者购车时的重要决策因素之一。

图：国内乘用车自动驾驶（2级-4级）渗透率



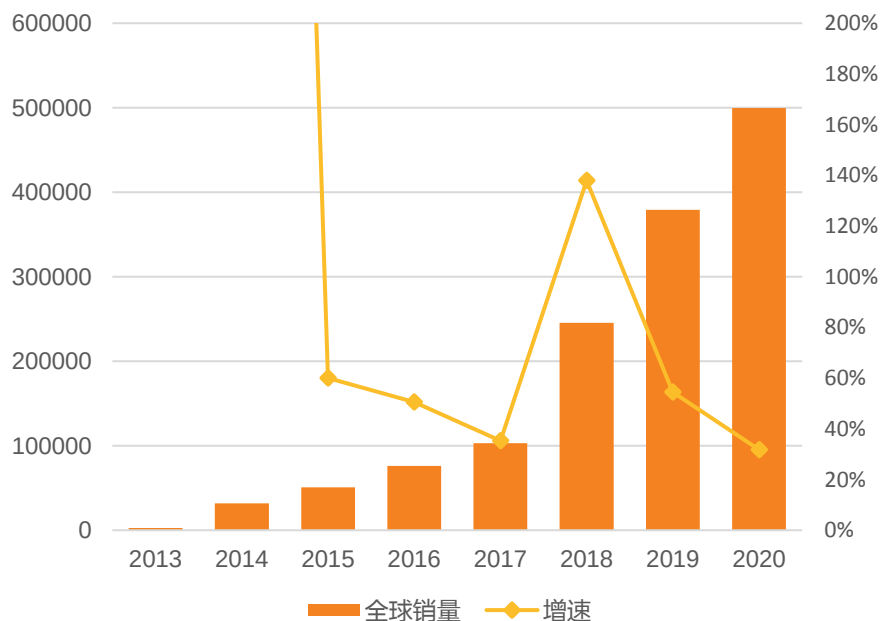
资料来源：小鹏汽车招股书、天风证券研究所

天风汽车团队

4.4 对标特斯拉，造车新势力成长空间广阔

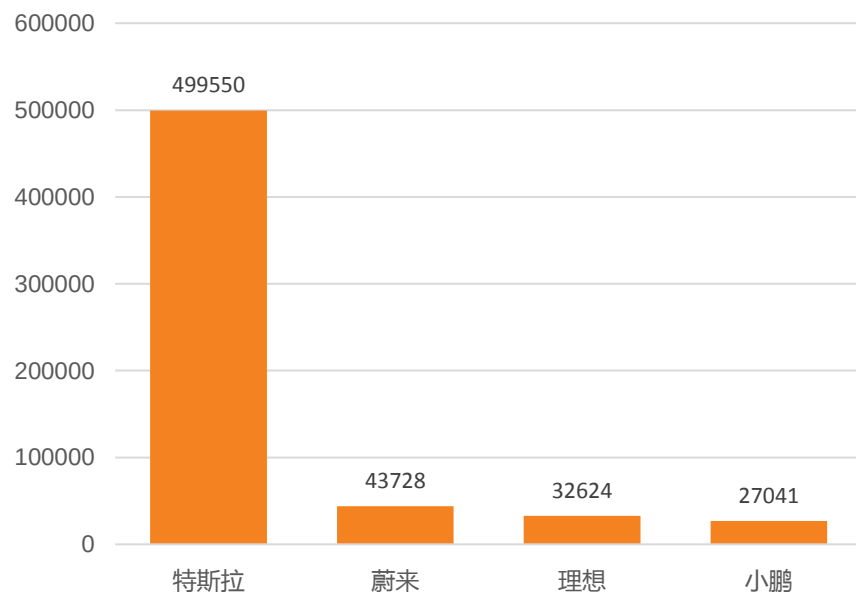
- 特斯拉仍是全球汽车电动化智能化引领者。特斯拉2020年全球销量50万辆，我们预计2021年特斯拉全球销量有望超80万辆，保持较快增长。
- 以特斯拉为师，国内造车新势力成长空间大。2020年，国内各家造车新势力全年销量均未超过5万辆，相比特斯拉50万辆以上的年销量仍有很大提升空间。

图：特斯拉全球销量（单位：辆）及增速（单位：%）



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图：特斯拉v.s造车新势力2020年销量（单位：辆）



资料来源：第一电动网、天风证券研究所

5

公司优势分析

5.1 产品定位优势

- 创始人行业深耕多年，洞悉客户需求，有完善的产品定义及开发流程。公司在推出理想ONE之前即发现中国家庭对多功能SUV的需求，因此理想ONE在平衡性能、配置、成本及技术的同时，满足了中国家庭对多功能SUV的需求。
- 根据灼识咨询报告，2020年理想ONE被评为中国最畅销的新能源SUV车型。我们认为公司的首款产品理想ONE已获得成功，也证明了公司对用户需求的洞察能力及产品研发能力。

图：理想ONE座舱

理想ONE的设计旨在满足每个家庭成员的需求，也是公司产品畅销的原因之一：

- ✓ 理想ONE设计四屏交互系统以确保司机及乘客各自可拥有方便且愉悦的驾乘体验；
- ✓ 理想ONE为第二排所有乘客提供更加舒适的电动座椅；
- ✓ 理想ONE的第三排座椅可以使用或者折叠以为家庭旅行提供额外储存空间。



5.2 技术优势：产品测试过程严格

- 理想ONE的研发工作于2015年正式启动，超过1000名工程师参与研发。在2019年四季度正式交付前，理想ONE将经历总共50个月的研发与生产准备，完成291项测试优化和超过300万公里的道路试验，以保障生产工艺和质量。
- 理想ONE产品测试过程严格。2021年1月21日，中国保险汽车安全指数（C-IASI）发布了最新一批测评结果，作为中国保险汽车安全指数中首款进行测试的豪华中大型电动SUV，理想ONE在车内乘员安全评价获得G（优秀）、车外行人安全评价获得G（优秀）、车辆辅助安全评价获得G（优秀），耐撞性与维修经济性指数获得M（一般）评价，表现非常出色。

图：理想ONE在进行碰撞测试



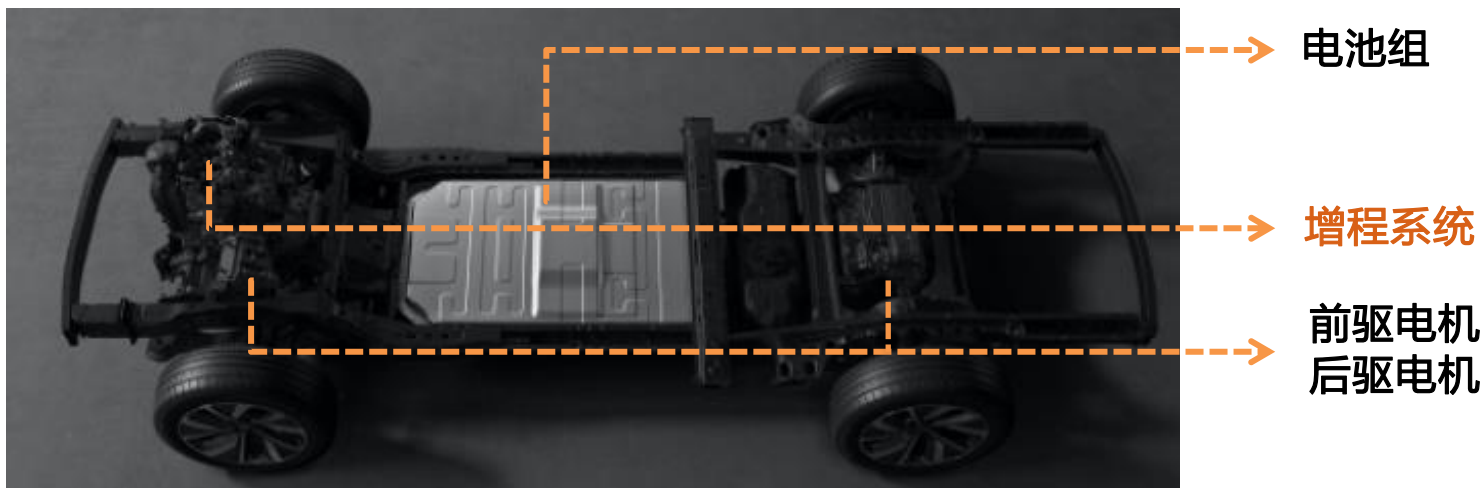
图：理想ONE在吐鲁番进行高温试验



5.2 技术优势：增程方案自研

- **自研增程系统。**增程系统在拥有纯电动汽车的优势的同时，还可避免里程焦虑。
- **动力系统（包括增程系统）具备FOTA升级能力。**借助日常使用车辆的大量闭环数据反馈，动力系统能够通过FOTA升级不断优化增程系统的控制算法及软件配置。基于理想现有的增程序电动汽车平台，在电力驱动系统、FOTA升级及控制算法优化等方面积累了技术和经验，该等技术及经验将加速X平台、Whale平台和Shark平台的开发。
- **持续投入下一代电动汽车技术。**自2020年，理想一直在投资新一代电动汽车技术，包括：高倍率电池、高压平台及超快充电技术，是为数不多的已开始投资该等先进技术的汽车制造商。

图：理想ONE采用增程电动解决方案



5.2 技术优势：不断提升智能座舱，智能驾驶技术

- **智能座舱方面**，理想ONE配备了高性能的高通820A平台，亦使用Android-Linux双系统进行车载交互控制。在车辆的生命周期中，FOTA升级可不断地为智能解决方案添加新功能，并提升系统性能。
- **智能驾驶层面**，2021年6月1日起，所有理想ONE标配导航辅助驾驶系统。此外在2020年12月，公司与英伟达及其中国合作伙伴签署了业务合作谅解备忘录，将会使用英伟达Orin 芯片。
- **自动驾驶技术开发方面**，未来公司可凭借自研的全栈软件开发能力，引入闭环数据驱动的自动驾驶解决方案，基于高频用户场景进行自动驾驶技术开发工作。

图：理想AD辅助驾驶系统功能

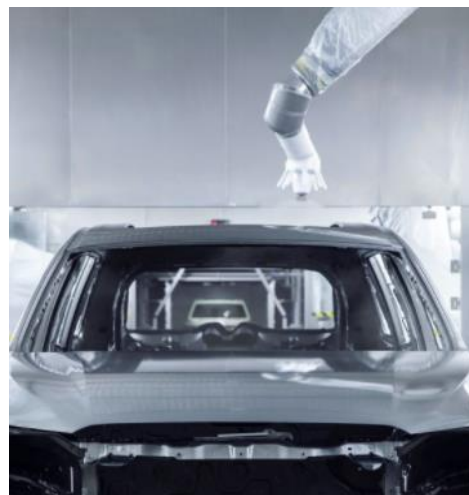


资料来源：理想汽车官网、天风证券研究所
天风汽车团队

5.3 生产优势：产能持续扩大，生产高度自动化

- **自建常州生产基地，产能每年10万台，未来将持续提升。**公司在常州建立了自有的生产基地，可确保整个制造过程实施严格的质量控制方案及措施。常州制造基地占地50公顷，已建设车间面积约185,000平方米。制造基地由冲压、焊装、涂装、总装四个车间和一栋办公楼组成。目前，产能为每年10万台，2020年产能利用率约为36%；公司未来将持续进行投入升级，现有基地的最大产能可扩大至每年20万台。
- **生产高度自动化。**冲压生产线采用直线七轴机器人；焊装车间实现所有焊点的100%自动化；涂装车间使用了28台涂装机器人，可保证车身涂层的一致性；生产管理相关的IT系统和自动化生产设备协同工作，可大幅提高作业效率。

图：理想冲压、焊装、涂装、总装车间



5.4 供应链优势：单车型量大，供应商合作积极，配合度高

- 博世、宁德时代等全球领先企业为主供应商，施行严格质量管控。公司主要供应商包括博世和宁德时代等全球领先企业，同时还会实施严格的质量控制方案及措施，以选择和管理供应商。根据公司招股书，公司与190多家供应商合作，采购1900多个零部件来打造理想ONE。
- 交付量超7万，预计交付量将随产量提升。理想ONE目前交付量已经超过7万辆，预计将随产量而提升。我们认为公司将受益于规模经济，供应商合作将会更加积极，对公司的产品开发及采购议价能力都有正向影响，能够获取更优的产品交付周期及采购价格。

图：理想供应链合作伙伴一览



资料来源：理想汽车官网、天风证券研究所
天风汽车团队

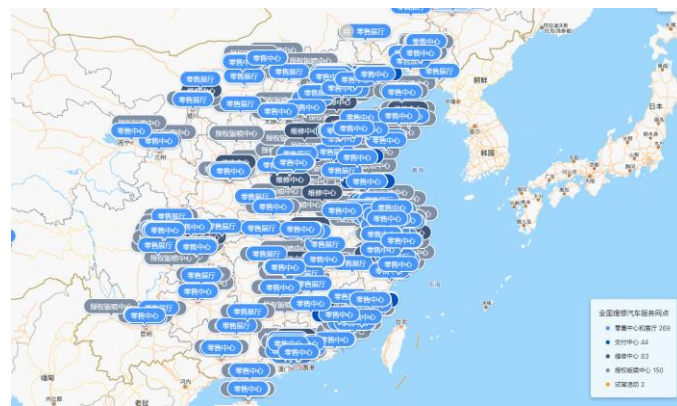
5.5 渠道及销售优势：线上线下一体化平台，全新渠道，与客户直接沟通

- **线上营销模式。**公司将营销重点放在产生口碑推荐，及新媒体和短视频平台的内容创造上，直接与用户进行互动。线上营销工作包括：制作视频介绍产品规格和科技，发布用户自主推荐，通过抖音、快手等平台进行营销等。通过全数字化流程及持续的数据驱动优化，提升销售和营销效率。
- **建立直营渠道及服务网络。**7月10日，理想汽车直营零售中心达100家，覆盖65个城市，直营零售中心可有效缩短营销决策过程，并减少潜在的利益冲突，提高销售及服务网络效率。根据灼识咨询报告，2020年12月，公司每家零售门店交付的车辆超过100辆，而国内同行则平均约为50辆。到2021年年底，理想汽车计划将建成200家直营零售中心，覆盖全国超过100个城市。
- **持续扩张，有效扩大服务范围。**公司正计划扩展到更多地区，以获得新的潜在用户，也将开设新的零售门店和售后维修中心作为实体门店，授权第三方钣喷中心并与其合作，以有效地扩大公司的服务范围。

图：理想汽车直营零售中心



图：理想汽车全国服务网点分布



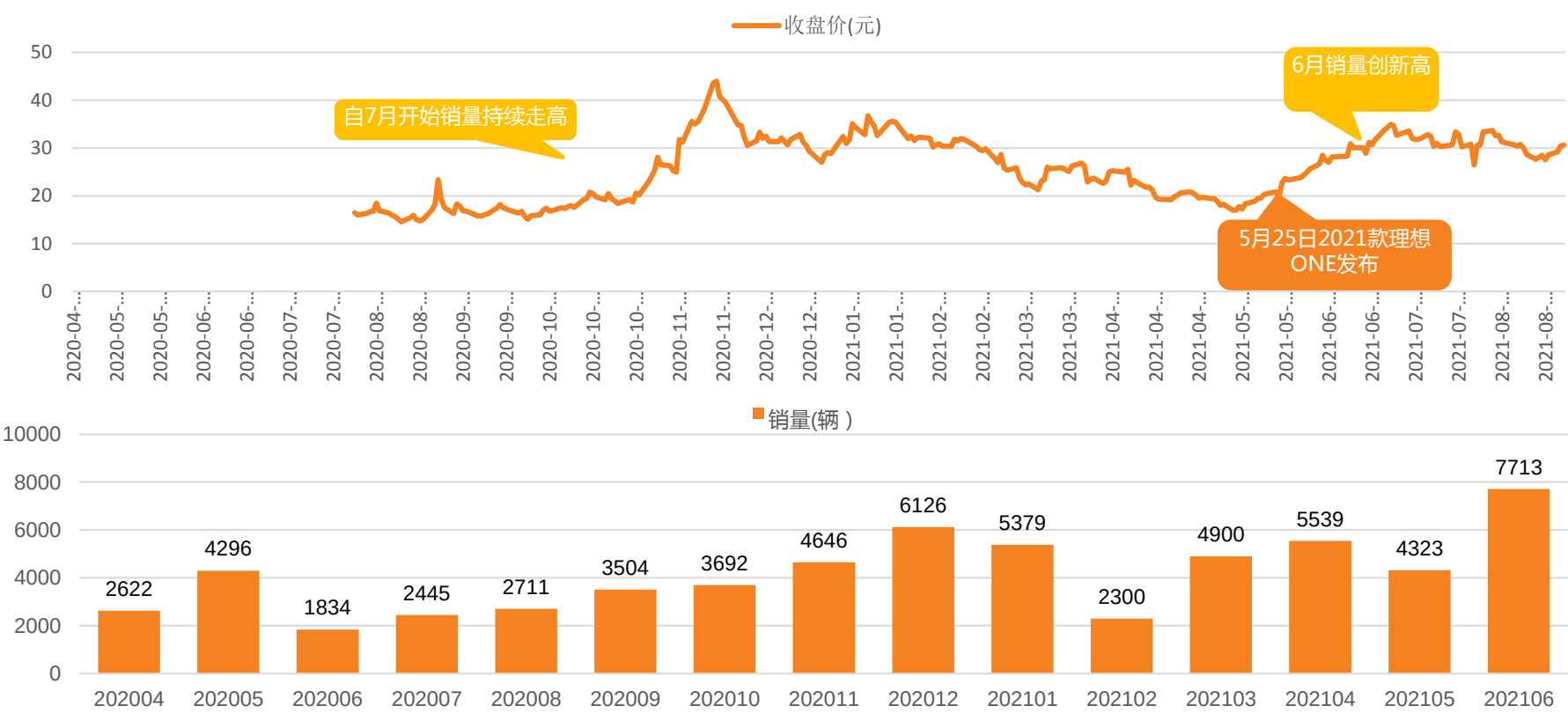
6

估值及投资机会

6.1 股价复盘

- **公司股价与销量增长和现金流预期强联动。**自2020年4月公布销量以来，理想汽车销量总体呈现稳步上升趋势。2020年随着销量的增加，股价随之上涨，2021年上半年受电池和芯片短缺等影响，股价伴随销量有所调整，2021年5月随着新款理想ONE的上市和销量稳步提升，股价呈持续回升态势。

图：理想汽车历史股价（单位：元）与销量（单位：辆）



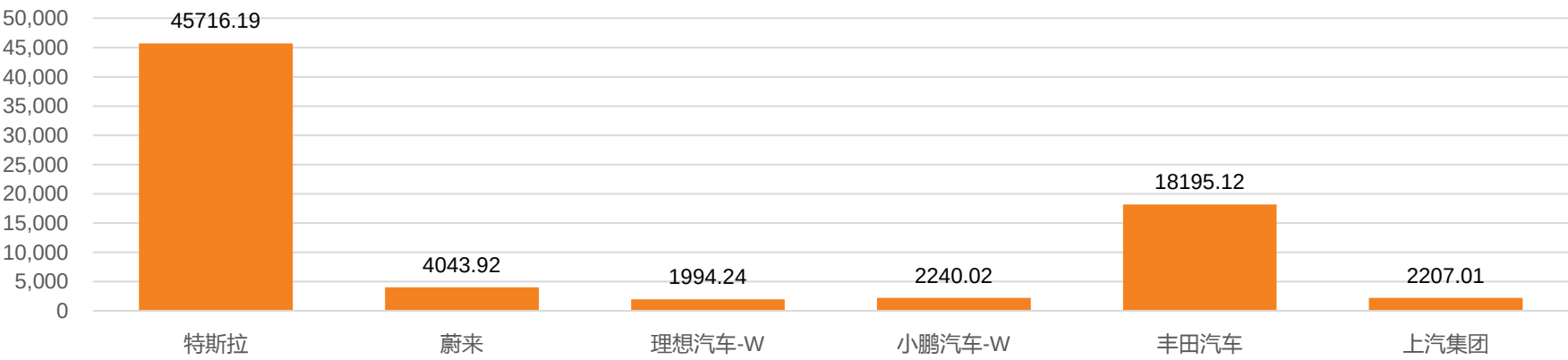
资料来源：Wind、车主之家、天风证券研究所
天风汽车团队

6.2 新势力估值对比

- 新势力由于短期难以盈利，适用于PS估值方法。特斯拉打开估值天花板，各新势力估值水平均对标特斯拉，高达20x PS。与之相比，丰田、上汽等传统主机厂估值体系对应PS水平不足一倍，体现市场对新能源渗透燃油车趋势的押注，以及对新势力自动驾驶技术、重塑经销关系、盈利模式及售后体验的认可。

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	营业总收入2020A（亿元）	PS
TSLA.O	特斯拉	45716.19	2,057.69	22.22
NIO.N	蔚来	4043.92	162.58	24.87
LI.O	理想汽车-W	1994.24	94.57	21.09
2015.HK	小鹏汽车-W	2240.02	58.44	38.33
TM.N	丰田汽车	18195.12	16,207.38	1.12
600104.SH	上汽集团	2207.01	7363.73	0.30

图：截至8月26日各主机厂总市值（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所
天风汽车团队

风险提示

- 汽车行业景气度下行风险：汽车行业景气度下行或导致国内车企销量增长不及预期。
- 智能汽车渗透率提升不及预期：因消费者需求变化导致智能汽车渗透率提升不及预期。
- 汽车行业竞争加剧：行业竞争加剧或导致车企盈利能力下降。
- 新能源汽车销量增长不及预期：由于政策或终端客户需求变动，导致新能源汽车销售增长不及预期。
- 缺芯影响汽车产量，供给受限：缺芯不能及时缓解，导致产线停产或产量不及预期。进而影响销量。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS