

2021年11月22日

家庭用户的自主豪华品牌 买入(首次)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,457	23,600	50,976	116,134
同比(%)	3225.49%	149.56%	116.00%	127.82%
归母净利润(百万元)	-792	-1,175	-690	2,031
同比(%)	-	-	-	-
每股收益(元/股)	-0.44	-0.57	-0.33	0.98
P/E(倍)	-	-	-	101.22

投资要点

■ **李想创业复盘: 由行业竞争到用户运营再到组织管理。**泡泡网的创业过程中,李想始终关注竞争,对标太平洋、中关村等前列竞争对手,最终仅名列第三;汽车之家的创业过程中,李想以用户体验为核心导向,通过最全面的数据资料、最真实的用户体验满足用户需求,实现行业第一。在第三次以理想汽车为主体的创业过程中,李想更注重的,是全新竞争模式下的如何以更好的公司管理组织架构造就出更优质的产品。

■ **理想 ONE: 三大标签【多人家用+增程续航+智能体验】, 单一细分市场优势定位。**1) **多人家用:** 三排6座+后排超大空间+座椅加热充电+隔音隔热夹层玻璃,营造幸福的家。2) **增程续航:** 2021款理想 ONE NEDC续航1080km,解决续航焦虑以及充电焦虑,打造移动的家。3) **智能体验:** 智能座舱全车语音交互、远程控制;2021款智能驾驶芯片/传感器+NOA 高速导航功能全面升级,体验焕新。**细分市场竞品比较:** 30-35万元/六七座中大型SUV车型:途昂+汉兰达+探险者+昂科旗+开拓者。理想 ONE 性价比+智能化+驾驶体验+空间多维度领先。

■ **技术布局: 增程+高压纯电并进电动化; 智能化软件算法即将全栈自研。营销维度加速拓宽。**1) **电动化:** 增程式长期坚持,解决里程焦虑与充电困难;高压纯电提早技术布局,10min实现80%充电真正成为未来长期方向。2) **智能化:** 软硬件解耦大趋势下,理想自底层电子电气架构开始,硬件以Mobileye—地平线—英伟达作为发展方向;软件覆盖操作系统+中间件+应用层逐步实现全自研,快速扩大研发团队规模和费用投入,实现进步赶超。3) **直销网络加速建设,随单店效能提升月销有望迅速破万。**网络建设:一线城市体系成熟,二线城市贡献销量主力,三线城市迅速开拓。单店效能:零售店扩建节奏加快,随芯片短缺后单店效能恢复,月销有望持续攀升。4) **生产领域:** 自建基地+自选供应链保证产品高可靠性。理想现有常州生产基地年产能10万辆(扩产后达20万辆),北京顺义第二工厂在建,以保障后续生产。自选供应链严密把控,以APQP(高级产品质量计划)和PPAP(生产零件批准流程)程序,高标准执行。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预测理想汽车2021~2023年营业收入分别为236.00/509.76/1161.34亿元(若无特殊注明,本文相关数据的货币单位均为人民币,换算汇率为1港元=0.83人民币,1美元=6.45人民币);归母净利润分别为-11.75/-6.90/20.31亿元。对应PS估值分别为9/4/2倍。对比美股/港股几家新势力车企算术平均估值为15/10/7倍。鉴于智能电动汽车行业未来超大市场空间,理想汽车自身强势产品持续放量,长期关注智能化渗透率持续超预期,我们认为理想汽车应该享受更高的估值溢价,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情控制进展低于预期;新能源汽车行业发展增速低于预期;芯片/电池等关键零部件供应链不稳定;软件OTA升级政策加严;新平台车型推进不及预期。

证券分析师 曾朵红
执业证号: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 黄细里
执业证号: S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号: S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元) 119.90
一年最低/最高价 99.00/136.60
市净率(倍) 7.02
港股流通市值(百万港元) 205017.41

基础数据

每股净资产(元) 16.23
资产负债率(%) 34.26
总股本(百万股) 2065.72
流通股本(百万股) 1709.90

内容目录

1. 李想前期创业复盘：由行业竞争至用户运营再至组织管理	4
1.1. 泡泡网之李想：专注于竞争的失败	4
1.2. 汽车之家之李想：专注于用户的成功	5
1.3. 理想汽车之李想：专注产品和组织架构的跨界造车人	6
2. 理想 ONE：多人家用，独特细分定位实现率先突破	7
2.1. 核心卖点：解决里程焦虑&打造移动智慧超大空间	7
2.2. 理想 ONE 细分市场：二胎家用，中大型豪华 SUV	9
2.3. 理想的营销思路网络：市场化更快，一二线城市加速突破	11
3. 财务分析	15
4. 看理想的未来：棋重当下，线放长远	16
4.1. 技术：电动/智能汽车核心领域技术全自研	17
4.1.1. 电动化领域：高压充电技术为长期布局方向	17
4.1.2. 智能化领域：硬件标配强化算法迭代，助力软件全自研	19
4.2. 组织：OKR 管理模式，长期战略指导短期管制指标实行	22
4.3. 营销：数字化直销网络加速普及	22
4.4. 生产：自建基地+自选供应链保证产品高可靠性	23
4.5. 规划：核心价格带全覆盖以达行业龙头地位	23
4.6. 核心看点总结	24
5. 盈利预测与投资评级	25
6. 风险提示	26

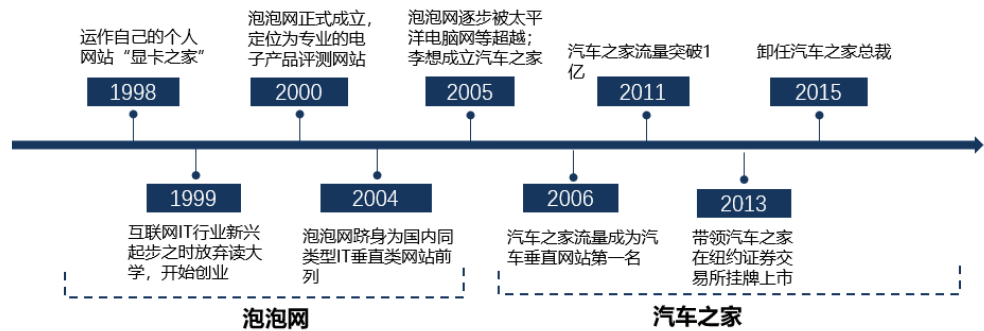
图表目录

图 1: 李想创业史: 泡泡网-汽车之家	4
图 2: 汽车之家营业收入变化/亿美元	5
图 3: 汽车之家期间费用率以及归母净利率变化	5
图 4: 理想汽车发展史	7
图 5: 理想 ONE2021 款改款主要变动	8
图 6: 理想 ONE 同级别主要车型价格以及销量分析 (2020 年 6 月~2021 年 6 月)	10
图 7: 理想 ONE 同价位主流车型价格以及销量分析 ((2020.06~2021.06))	11
图 8: 理想单店效能 (左轴, 单位: 台/家) 及环比 (右轴, 单位: %) 情况	12
图 9: 理想 ONE 分线城市终端销量份额	13
图 10: 行业终端限购/非限购销量占比变化	14
图 11: 理想 ONE 终端限购/非限购销量占比变化	14
图 12: 蔚来 ES6 终端限购/非限购销量占比变化	14
图 13: 特斯拉 Model Y 终端限购/非限购销量占比变化	14
图 14: APP 统计理想汽车的购买原因 (截至 2021 年 10 月 21 日)	15
图 15: 理想汽车历史销量变化/万辆	15
图 16: 理想汽车营业收入以及毛利率变化/亿元	15
图 17: 理想汽车单车售价/万元	15
图 18: 理想汽车单车毛利/万元	15
图 19: 理想汽车归母净利润 (左轴/亿元) 以及归母净利率 (右轴/%) 变化	16
图 20: 理想汽车期间费用率变化/亿元	16
图 21: 理想汽车发展总体思路	17
图 22: 保时捷的高压充电结构示意图	17
图 23: 特斯拉以及新势力自动驾驶推进节奏	20
图 24: 理想汽车自动驾驶核心规划	21
图 25: 理想汽车未来产品推出思路	24
表 1: 理想汽车盈利预测核心假设	25
表 2: 可比公司 PS 估值 (数据采用 2021 年 11 月 22 日收盘价)	25

1. 李想前期创业复盘：由行业竞争至用户运营再至组织管理

复盘李想泡泡网及汽车之家创业历程：在泡泡网的创业过程中，李想始终关注竞争，对标太平洋、中关村等前列竞争对手，最终仅名列第三；汽车之家的创业过程中，李想以用户体验为核心导向，通过最全面的数据资料、最真实的用户体验满足用户需求，实现行业第一。在第三次以理想汽车为主体的创业过程中，李想更注重的，是公司管理的组织架构。

图 1：李想创业史：泡泡网-汽车之家



数据来源：泡泡网、汽车之家官网，东吴证券研究所绘制

李想的两次创业经历带有其鲜明的个人价值观的烙印，泡泡网和汽车之家的创业经历完整的体现了其创业思路的逐渐转变和风格的切换之路。对创业者来说最核心的要素应该是对市场变化超前的反应和快速落地执行的魄力，2000年创建泡泡网、2005年创建汽车之家均证明了李想在快速把握市场机遇和落地实践方面的能力。

详细来看，李想主要成功要素包括：**1) 确定鲜明的企业文化：**为增强企业凝聚力，促进千人级别的企业团队有效融合，实现不同背景、不同行业、不同职位的员工协同，李想以鲜明的企业文化和目标为导向，全部员工齐心协力统一方向，降低组织管理难度。**2) 追求第一：**李想永远以行业第一为目标导向，争取在同行中掌握最大的话语权和主动权，为企业发展注入强劲的动力，经历泡泡网错失电商入局机遇的失败以后，李想在汽车之家的运营管理上更为重视追求第一这一点。**3) 敢于放权，权责一体：**为保证员工的主观能动性，李想以权责一体化的管理形式，大胆放权，给予员工更大的信任，资源、权力和责任完全下放，增强员工的使命感和责任心。最后，李想还拥有不断进步、不断总结学习的成长习惯，泡泡网创业过程中的问题与错误在汽车之家上均得到了较好的规避，赋能未来成长。

1.1. 泡泡网之李想：专注于竞争的失败

出生于1981年10月，李想利用自己在高中时期对计算机、互联网的了解，于1988年开始运作自己的个人网站“显卡之家”，在更新时段方面，采用巧妙的运营思路帮助自

身在所处信息港的排名中名列首位。1999年，鉴于当时互联网IT行业新兴起步，分秒必争的缘故，李想放弃读大学，开始创业。2000年前身为显卡之家的泡泡网正式成立，定位为专业的电子产品评测网站。2000-2004年间快速发展，跻身为国内同类型IT垂直类网站前列。其早期的盈利模式相对简单：依靠内容和服务吸引用户，用户访问量逐渐增大以后，利用广告进行盈利。

PCPOP的成功原因可以核心归结为：1) 2000年前后互联网行业正处于爆发早期，李想抓住行业红利，提早进入市场，利用先发优势吸引用户。2) PCPOP自身内容评测更为专业，并且更新速度足够快，迎合消费者关注的痛点。3) 利用平台优势开发全新盈利模式，吸引经销商入驻网站扩大流量，同时也减少消费者购买电脑时“逛商场”的低效率行为，直接在线比较，吸引更多流量，形成正向循环。2005年之后泡泡网逐步被太平洋汽车网等超越，2008年6月被澳洲电讯收购。

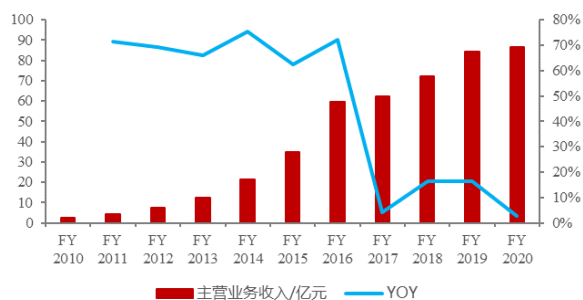
PCPOP最终未能达成行业第一的位置，李想总结失败的原因为：1) 不重视管理和团队协作，一味地依靠自己一个人的力量努力和贡献，未能调动员工积极性；2) 未能持续性重视黄金市场的机遇期，在市场发展平缓时期到来后只能从圈地变为抢地，并且无法与竞争对手拉开实质性的差距。

对李想自身而言，2000-2004年的泡泡网以李想作为唯一核心竞争力，其个人来看初次创业的成功经验可以总结为：1) 保持预见；2) 观察细节，跳出框架进行思考；3) 正确看待错误和失误，善于总结；4) 团队为先，保持带领团队去实现新的目标的进取心。

1.2. 汽车之家之李想：专注于用户的成功

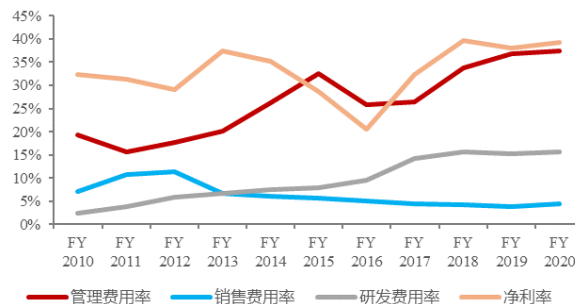
2004年之后，凭借泡泡网的利润积累以及对我国汽车市场发展黄金起步期的判断，李想带领泡泡网核心团队由IT转战汽车圈，对标当时知名的太平洋汽车网，李想成立汽车之家，品牌使命为“帮助消费者购买与使用汽车”。吸取在泡泡网只关注同业竞争的经验教训，李想实现了创业思路的第一次转变，即必须以用户和市场为导向。

图 2：汽车之家营业收入变化/亿美元



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：汽车之家期间费用率以及归母净利率变化



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

公司成立之初，团队总共只有4个人，缺少成熟员工，也没有厂商人脉和资源，日

常资讯的更新依靠转载协议维持，业务只能局限于产品库。尽管处境困难，李想还是准确抓住竞争对手业务方面的疏漏，全力精进汽车之家业务。1)即使在周末和节假日，汽车之家也依旧保持每日更新。2)规划结构严谨的数据库，把车按照用户习惯分类，图片的每个细节都进行角度固定。3)根据李想早期个人网站运营积累的更新频率和时段经验，实现和其他竞争对手的错峰。凭借高频率更新和对用户需求的贴合，不到半年时间，汽车之家的访问量进入行业前三名，开始得到厂商和代理公司资源。此后，李想对团队提出更为严格的挑战，试驾会结束当天必须更新测评文章，所有图片文字必须全部原创，新车上市时必须提前准备好文章。2006年底，汽车之家流量成为汽车垂直网站第一名。

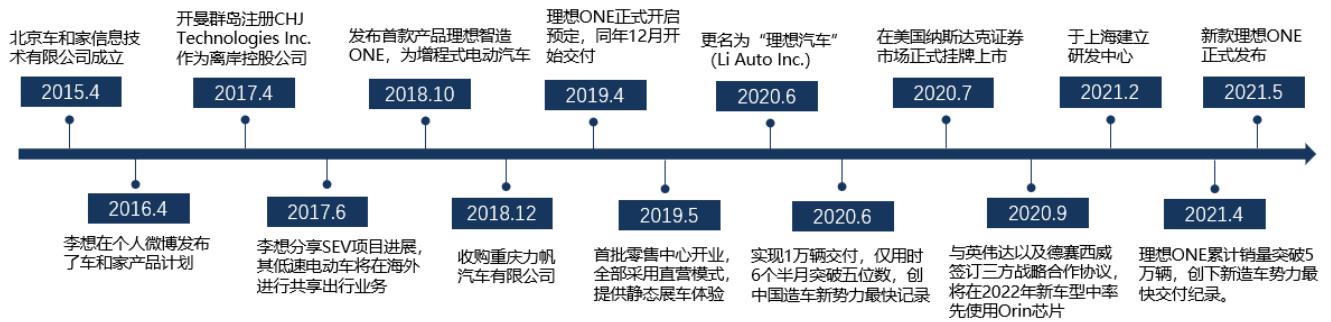
实现流量第一名的目标后，李想将重点放至经营管理，建立商业团队、管理团队。秦致以 COO 身份加入团队后，真正将汽车之家从简单的网站产品打造成为一个企业，建立了“把消费者的利益放在第一位”，“做正确的事，不做容易的事”，“先做好 60 分，再去做 100 分”三条企业文化。2008 年虽然汽车之家发展势态良好，但是受金融危机影响，汽车厂商和广告公司均不结账，使得现金流一度中断，对外融资也不顺利。股东要求李想对融资不利以及招入秦致和李铁后公司经营不善的情况承担责任，甚至要求把李想、樊铮、秦致三人清除出公司。股东的指责和计划给李想带来不小的冲击，对于此次事件的复盘也促成了李想创业心态的第二次转变，也是他认为的最大改变，即要变成一个彻底主动的人，无论结果好坏，都要承担责任，并通过自己的成长去解决问题。同时，李想总结出一个人的价值是由“知识×智慧×信任”三个维度组成的。

2011 年，汽车之家流量突破 1 亿。2013 年 12 月 11 日，李想带领汽车之家（股票代码：ATHM）在纽约证券交易所挂牌上市，发行价 17 美元，融资 1.3294 亿美元，首日开盘价 30.16 美元。2015 年，李想卸任汽车之家总裁。

1.3. 理想汽车之李想：专注产品和组织架构的跨界造车人

2015 年 4 月，北京车和家信息技术有限公司成立。2016 年 4 月，李想在个人微博发布了车和家产品计划，强调产品使用价值。车和家提出“只用两款车来满足城市消费者 90%以上需求”，分别是满足城市 1-2 人短途出行的 SEV 和满足家庭用户中长途出行的 SUV。2017 年 4 月，在开曼群岛注册 CHJ Technologies Inc.作为离岸控股公司。2017 年 6 月，李想分享了 SEV 项目进展，称该车型将满足欧洲 L6e 低速电动车标准，并将在海外进行共享出行业务。对 SEV 的定位已经从面向个人消费者转为面向共享租赁。然而因欧洲市场的容量无法满足盈利需求，叠加国内相关法律原因，公司决定终止 SEV 项目。

图 4: 理想汽车发展史



数据来源: 理想汽车公司官网, 东吴证券研究所

2018年10月, 车和家发布了首款产品理想智造 ONE 这一款增程式电动汽车, 消除消费者出行续航里程焦虑。2018年12月, 公司收购重庆力帆汽车有限公司, 获得乘用车生产资质。2019年3月, “理想智造”更名为“理想”。2019年4月, 理想 ONE 正式开启预定, 并于12月开始交付。2019年5月, 理想汽车首批零售中心开业, 全部采用直营模式, 提供静态展车体验。2020年6月, 公司更名为“理想汽车”(Li Auto Inc.)。2020年6月16日, 理想汽车实现1万辆交付。

2020年7月30日, 公司在美国纳斯达克证券市场正式挂牌上市(股票代码: LI), 首次公开发行9500万股美国存托股票(“ADS”), 每股定价为11.50美元, 募集资金10.925亿美元。2020年9月15日, 宣布由王凯出任CTO, 全面负责智能汽车相关技术的研发和量产工作, 李想评价王凯“对智能汽车前沿技术的发展具有前瞻性的判断和思考”。2020年9月22日, 与英伟达以及德赛西威在北京签订三方战略合作协议, 将在2022年推出的全尺寸增程式智能SUV上率先使用英伟达Orin系统级芯片中运算能力最强的产品。Orin芯片的单片运算能力可达每秒200TOPS, 是Xavier的7倍。德赛西威为理想提供的自动驾驶域控制器支持理想汽车实现L4级自动驾驶。2020年10月22日, 任命樊铮为独立董事。樊铮于2005-2016年担任汽车之家联合创始人兼副总裁, 2000-2005年担任泡泡网联合创始人兼副总裁。2021年2月, 在上海建立新的研发中心, 计划容纳超过2000名工作人员。

2. 理想 ONE: 多人家用, 独特细分定位实现率先突破

2.1. 核心卖点: 解决里程焦虑&打造移动智慧超大空间

理想汽车专注于配备增程式电动车动力总成的豪华智能 SUV, 致力于为家庭提供安全、便捷、经济高效的产品和服务, 产品核心理念主要包括三点: 移动+幸福+家。

理想 ONE (2020款) 是一款大型豪华智能增程式电动 SUV, 车身6座, 车身高宽为5020/1960/1760mm, 轴距2935mm。兼具长距离, 高性能, 高效能耗, 和灵活能源补给的优点。长距离: NEDC综合续航里程为800km。40.5kWh三元锂电池组能够支持

180km 的纯电动续航里程。高性能：前后双电机四轮驱动保证汽车在 6.5 秒内实现 0-100km/h 加速，可提供的最大输出功率为 240kW，峰值扭矩为 530 N·m。可与搭载 3.0T 六缸涡轮增压发动机 ICE 车辆媲美。高效能耗：高效的 EREV 动力总成和先进的热管理系统帮助理想 ONE 达到 6.8L/100km 的油耗和 20.2kWh/100km 的电耗。灵活能源补给：配备家庭充电桩（7kW）、公共快充（60kW）、智能发电三种能源补给方式。同时，理想 ONE 内饰配置豪华丰富，配备 Nappa 真皮座椅、一二排座椅加热装置、夹层隔音玻璃、镀银隔热挡风玻璃以及米其林静音轮胎。具有四屏交互系统、全覆盖语音控制系统、远程控制功能、ADAS 以及 OTA 升级。理想 ONE 配备了主动和被动安全解决方案，包括主动安全、高强度车身保护、全方位乘员保护、电驱系统防尘防水等关键安全措施。

2021 款改款车型相比 2020 款智能化+动力配置再升级，性价比更高。2021 年 5 月 25 日，理想 ONE 在上市后进行首次大改款，升级点主要包括三方面，1) 智能驾驶：芯片由 MobileyeQ4 芯片升级为地平线征程 3 系列芯片，两颗合计算力达到 10Tops，进一步提升反应速度，并为后期 OTA 升级做好硬件储备；传感器新增达 12 超声波雷达+800 万像素摄像头+5 毫米波雷达+4 环视摄像头；并打造理想 AD2.0 高级辅助驾驶系统，实现 NOA 功能导航辅助驾驶等高级别 ADAS 能力。2) 外观内饰：外观上对前脸格栅、轮毂样式、前大灯等进行改变；内饰上取消 7 座配置，主要原因在于：根据理想汽车新款发布会公开信息，既往理想 ONE 已售仅有 4%车型为 7 座，6 座车型对增大车内可用空间，便于后排乘坐人上下车更为有效。此外还对驾驶座按键、中央后视镜以及座椅等做了进一步美化；并且中控大屏新增自动泊车界面。3) 其他基本参数方面，改款车型纯电续航里程微增 8km 至 188km，通过将油箱容积增大 10L 实现 NEDC 续航里程达 1080km 的水平，增加 280km；最大功率相应提升 5kW，最大扭矩缩小。总体来看，动力方面显著加强，智能化复制驾驶配置和座舱体验均明显增强，大幅提升硬件水平，为后续软件 OTA 升级打下坚实基础。

图 5：理想 ONE2021 款改款主要变动

科目	理想2020款 增程六座版	理想2021款 增程六座版
智能驾驶	芯片	MobileyeQ4
	传感器	12个超声波传感器、5个摄像头和1个毫米波雷达 (1个130万像素和52度辅助驾驶摄像头)
	智能领航系统	理想AD 2.0高级辅助驾驶系统(ACC自适应巡航、车道保持等常规L2级别+城市道路中打灯辅助变道和智能跟随+NOA),NOA功能将完全免费
基本参数	纯电续航/km	180
	NEDC 续航km	800
	油箱容积L	45
	尺寸/mm	5020x1960x1760
	最大功率/kW	240
	最大扭矩/Nm	530
外观内饰	外观	前格栅网格尺寸变大, 前唇底部增加了镀铬装饰, 轮毂样式也进行了微调。星环大灯的灯光颗粒度变得更加饱满, 前转向灯下移到了雾灯的位置。
	内饰	按键升级金属质感次, 车内中央后视镜为无边框样式。取消7座版本, 第三排座椅的腿部空间增加41毫米。增加前后排座椅加热功能视觉调节。
	座舱	中控大屏增加自动泊车界面

数据来源：汽车之家官网，东吴证券研究所绘制

抓准用户需求痛点，解决里程焦虑难题。理想 ONE 应用增程式解决方案，配置 40.5kWh 电池组，纯电续航 188km，解决市内短途出行需求；同时有智能发电系统，续航 892km，解决城际长途出行需求。抓住用户对电动车续航里程焦虑+充电慢使用不方便的需求痛点，可油可电，能源模式更加灵活便捷。增程式解决里程焦虑问题核心对标“移动”；车内大空间、全座舱语音交互、舒适按摩座椅等功能核心对标“幸福”；长途出行车载放电、超大后备箱空间等核心聚焦“家”。

我们基于三个维度来对理想 ONE 的成功进行分析：1) 首先，产品设计，其本质在于清楚地认知到自身所对应的用户人群的需求落脚点在何处，而不是盲目地模仿超越，追求参数性能的最优化。理想汽车理想 ONE 核心解决家庭电动出行过程中的里程焦虑以及空间问题，其在续航里程、座椅配置、后排空间、后备箱等方面都针对家庭出行过程中老人、儿童以及各种情景做了痛点解决方案，而没有盲目追求百公里加速等非必要参数的最优化，真正做到解用户之所愁。**2) 其次，产品的系统性比较，核心体现为产品性价比优势。**以吉利和长城为例，二者是国内市场自主品牌性价比车型开发的集大成者，在进入存量竞争市场后，“性价比为王”的优势逐渐丧失，长城、吉利等均开始推出高端车型向上冲刺品牌力。理想 ONE 定价 30+万元，以领先 BBA 以及特斯拉的品牌性价比叠加高能享受的豪华配置，领先竞品车型。**3) 最后，对产品目标客户的精准定位，打造真正的爆款车型。**理想汽车的用户定位为家庭用车，减少盲目的年轻化定位，着眼于更细节的维度：车门设计、电动座椅、后排充电、后排空间、空调出风口等均以家庭多人出行为方向，外观设计偏稳重大气，符合当下家庭增购用户主流审美。

2.2. 理想 ONE 细分市场：二胎家用，中大型豪华 SUV

细分市场外围竞品车型（筛选原则：价格&尺寸）总体以一二线豪华品牌为主，比较发现：理想 ONE 空间+价位优势同样显著，未来有望抢占更大份额。细分市场核心竞

品车型（筛选原则：价格&尺寸&三排 6/7 座）较少，仅包括：大众途昂+汉兰达+探险者+昂科旗+开拓者。

我们对理想 ONE 产品市场进行分析，可以分为以下几步：

第一步，对理想 ONE 产品进行细分市场定位：分为价格和车型尺寸级别两个维度，理想 ONE 处于 30-35 万元价格区间，并属于车长 5m 左右，轴距近 3m 的中大型 SUV。

第二步：分别对级别和价格两个维度细分市场产品进行区分定义：1) 级别维度：在车长 5m，轴距 3m 的中大型 SUV 细分市场以德系豪华品牌和美系品牌为主，美系车型数目最多，包括通用、福特、特斯拉等品牌，价格覆盖 20 万元至 80 万元区间，理想 ONE 处于中等偏下水平。从 2020 年 6 月至 2021 年 6 月为止一年的月均销量来看，10 款竞品车型中仅有大众途昂、特斯拉 Model Y、宝马 X3、奔驰 GLC 月均销量超过理想 ONE；结合价格比较，途昂以及特斯拉 Model Y 为细分市场核心竞品车型；再结合能源比较，特斯拉 Model Y 与理想 ONE 构成主要竞争。2) 价格维度：我们筛选 30-35 万元价格区间内所有已上市 SUV 车型共 25 款，涵盖美系、日系、德系、自主等系列，美系品牌车型数目最多，以轴距尺寸升序来看，理想 ONE 空间更大。从 2020 年 6 月至 2021 年 6 月为止一年的月均销量来看，24 款竞品车型中超过理想 ONE 的包括奥迪 Q3、凯迪拉克 XT4、宝马 X1、汉兰达、途观、冠道、奔驰 GLB、凯迪拉克 XT5、Model Y、途昂等 10 款；结合轴距尺寸以及能源类型比较，Model Y 与理想 ONE 构成主要竞争，并且均对同样价格带内轴距 2.6m-2.8m 的车型具备强有力的竞争力。

图 6：理想 ONE 同级别主要车型价格以及销量分析（2020 年 6 月~2021 年 6 月）

同级别车型（车长5m，轴距3m左右）				
系别	品牌	车型	官方指导价/万元（升序）	最近一年月均销量/辆
美系	雪佛兰	开拓者	23-33	693
美系	别克	昂科旗	28-39	2364
德系	大众	途昂	28-44	6184
美系	福特	探险者	31-40	2730
自主	理想	理想ONE	33.8	3950
美系	特斯拉	model Y	35-38	6911
德系	宝马	宝马X3	39-48	13072
德系	奥迪	奥迪Q5	39-50	1274
美系	凯迪拉克	凯迪拉克XT6	39-55	2917
德系	奔驰	GLC	40-59	13906
美系	林肯	飞行家	51-76	1156

数据来源：汽车之家官网，东吴证券研究所绘制

图 7: 理想 ONE 同价位主流车型价格以及销量分析 (2020.06~2021.06)

同价位车型(30-35万元)				
系别	品牌	车型	轴距/mm (升序)	最近一年月均销量/辆
德系	宝马	宝马X2	2670	2177
德系	奥迪	奥迪Q3	2680	7557
英系	捷豹路虎	E-Pace	2681	180
美系	林肯	冒险家	2711	3938
德系	奔驰	GLA	2729	2725
美系	凯迪拉克	凯迪拉克XT4	2779	5557
德系	宝马	宝马X1	2780	8798
日系	丰田	汉兰达	2790	8339
德系	大众	途观	2791	17350
自主	荣威	Marvel X	2800	80
日系	本田	UR-V	2820	3773
日系	本田	冠道	2820	5384
自主	比亚迪	唐EV	2820	252
德系	奔驰	GLB	2829	5468
美系	福特	撼路者	2850	212
美系	福特	锐界	2850	2308
美系	凯迪拉克	凯迪拉克XT5	2857	5163
美系	别克	昂科旗	2863	2364
美系	雪佛兰	开拓者	2863	693
美系	特斯拉	model Y	2890	6911
自主	蔚来	蔚来ES6	2900	2750
自主	埃安	Aion LX	2920	251
自主	理想	理想ONE	2935	3950
德系	大众	途昂	2980	6184
美系	福特	探险者	3025	2730

数据来源: 汽车之家官网, 东吴证券研究所绘制

第三步: 考虑三排&6/7座竞品车型考虑座位数进行重新定位比较。理想 ONE 2021款全系三排 6 座, 定位家庭 5-6 人出行。考虑上述竞品车型中座位排数仅有大众途昂+汉兰达+探险者+昂科旗+开拓者几款车等满足要求。根据同花顺 ifind 数据显示, 我国每户家庭人口数在 4-6 人的家庭占全国总家庭数目自 2000 年至 2019 年不断降低, 由 40% 以上下降至不足 30%, 核心原因在于我国自 1982 年实行的计划生育政策对二胎以及多胎家庭数目造成负面影响。未来, 3-5 年短期来看, 考虑二胎解禁+三胎政策鼓励生育+政府对子女教育成本管控等利好政策, 二胎/三孩家庭户数有望持续增加, 带动理想 ONE 细分市场潜在消费人群规模增加。5-10 年长期来看, 理想汽车以自身产品理念为核心, 核心聚焦家庭用车, 与未来国民社会经济运行趋势相符, 有望实现销量规模持续提升。

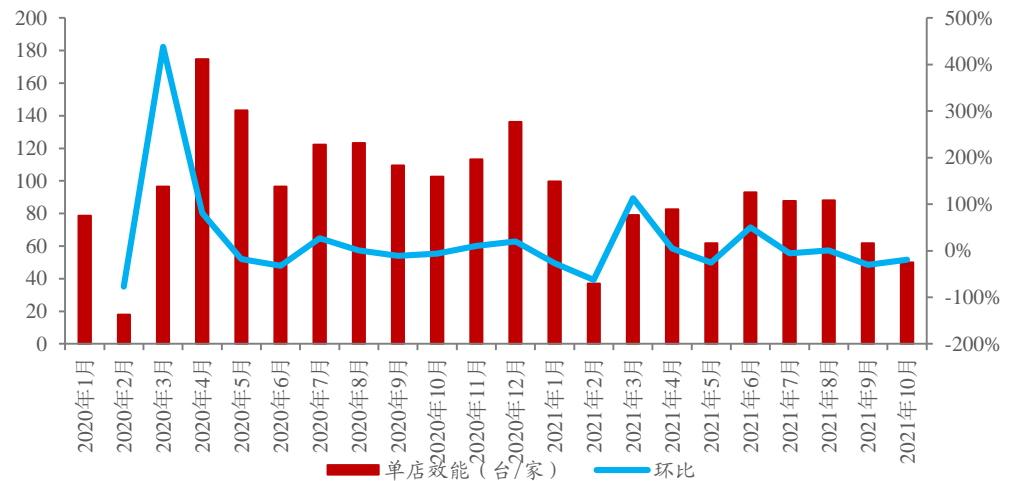
2.3. 理想的营销思路网络: 市场化更快, 一二线城市加速突破

营销网络布局范围较广, 一二线城市逐步下探打响品牌知名度, 增长潜力较大。截至 2021 年 10 月底, 理想汽车全国地区共有零售中心 162 家, 其中过半分布于各二线城市, 占比 56.79%; 一线城市 22 家, 占比 13.58%; 三四五线城市分别占比 17.90%/8.64%/3.09%。对比截至 2021 年 10 月底的累计零售销量地区分布来看, 各线城市零售中心销量贡献(销量占比/零售中心数目占比)分别为 145%/116%/49%/47%/65%, 一线城市零售中心开发及效能最优, 二线城市次之, 均超过 100%, 达到分布趋于饱和的水平; 三线城市开发程度最低, 不到 50%, 未来增量空间较大。对理想汽车销售/交付

中心建设情况纵向分析：从理想汽车零售中心建设时间线纵向分析维度，总体可以分为三个阶段：1) 2019年，一线城市布局。截至2019年12月，理想汽车全国零售中心累计为15家，核心集中在北京、上海、广州、深圳四大一线城市+杭州、天津等限购城市以及西安、郑州、南京、重庆等二线发达城市。15家零售门店中，4个一线城市共建设6家；8个二线城市共建设9家。2) 2020年，拓展二线城市。2020年开始理想集中向全国省会以及周边等二线城市进军，以济南、石家庄、兰州、太原、合肥、西安、西宁、沈阳、哈尔滨等北方省会城市&长沙、武汉、南京、厦门、贵阳、海口等南方省会城市&宁波、苏州、温州、烟台、大同、青岛、常州、无锡等发达地区二线城市。截至2020年底，理想汽车全国零售中心累计54家，2020年新建39家，其中一线城市仅有广州、深圳、上海三地建设四家，其余均为二线城市。3) 以一二线城市为核心，向三四五线城市拓展。截至2021年10月底，理想汽车全国累计共162家零售中心，其中绝大部分均为二三线城市以及中西部省份省会城市，全国范围内由区域集中向外铺开。

零售以及交付中心建设明显加速，随单店效用恢复峰值，单月交付有望持续爬升突破万辆（单月订单已经破万）。2020年年中至2021年10月，理想全国零售中心扩建速度明显增加，单店效能（阶段月均销量/阶段前全国零售店数量）涨幅随之降低。2020年7~8月时理想汽车单店效能达到最高值123台/店，2021年10月单店效能为50台/店。结合理想汽车零售店现有数目，随单店效能逐步恢复至较高水平，理想ONE月销有望持续爬升，突破万辆。根据理想汽车自身规划，2021年理想将完成全国200家零售店的建设，助力全国的普及进程。

图 8：理想单店效能（左轴，单位：台/家）及环比（右轴，单位：%）情况



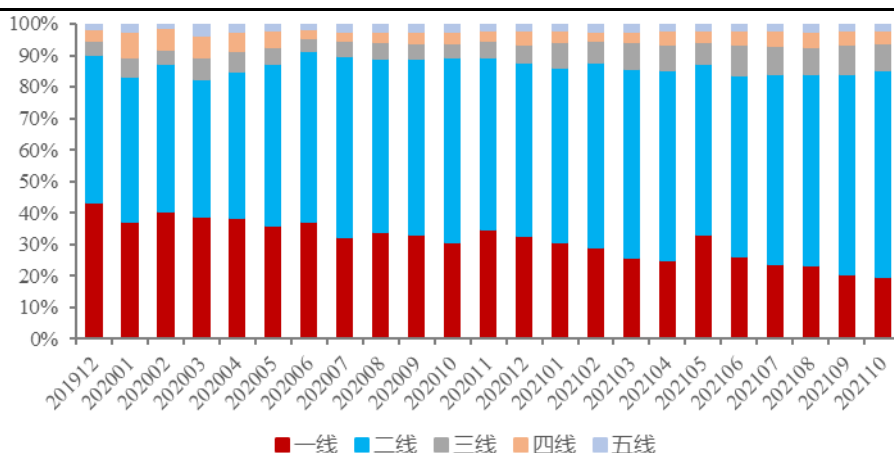
数据来源：交强险，东吴证券研究所

对理想 ONE 终端销售状况进行分析：

1) 结合自身车辆零售地区以及门店布局来看，二线城市贡献主要增量，三四五线

城市占比也有望增加。2019年12月份上市至2021年10月，理想汽车二线城市销量占比保持相对较高水平且逐步升高，由46.98%上升至65.57%的水平；一线城市占比次之且逐步下降，由43.32%下降至19.64%；三四五线城市销量份额较小但是稳步提升，占比分别由2019年12月的4.35%/3.86%/1.48%变化为2021年10月份的8.76%/4.04%/1.99%。随理想ONE终端销量逐步提升，二线城市消费逐步成为最重要的核心增量，三四五线城市份额占比均小幅提升。

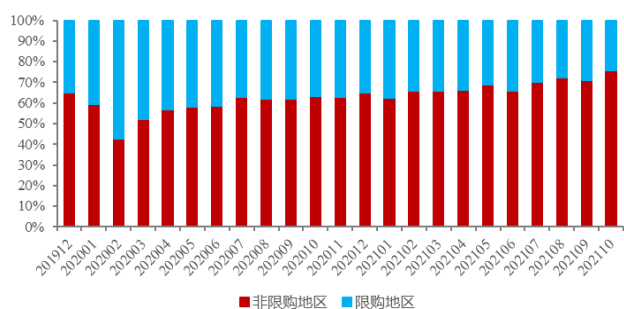
图9：理想ONE分线城市终端销量份额



数据来源：交强险，东吴证券研究所

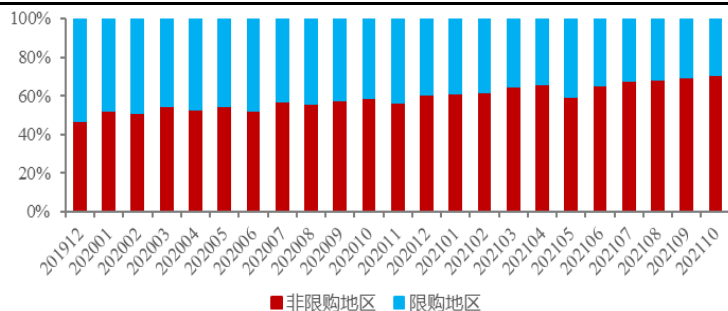
2)非限购地区销量占比迅速提升;非限购地区销量占比与市场平均水平基本一致,高于蔚来ES6、特斯拉Model Y等直接竞品车型。首先比较限购对理想ONE与全行业的影响,可以发现理想ONE上市初期(2019年底~2020年初)受限购政策影响较行业平均水平更大(售价较贵),限购地区销量份额占比最高达53%,其后迅速下滑,2021年10月份下降至29%的水平,与行业平均水平基本一致。其次,对比理想ONE与蔚来ES6、特斯拉Model Y两款核心竞品车型,2021年10月竞品车型限购地区销量份额分别为36%/43%,远超行业平均水平及理想对应份额占比。综上分析,受益于增程式无里程焦虑问题,理想ONE在平均消费层级较低的非限购城市接受度更高,消费更加市场化,未来销量提升的空间更大。

图 10: 行业终端限购/非限购销量占比变化



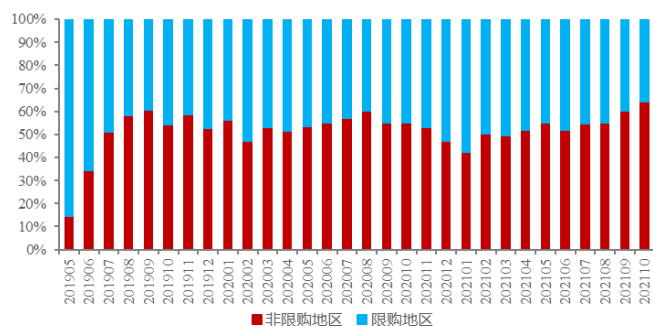
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

图 11: 理想 ONE 终端限购/非限购销量占比变化



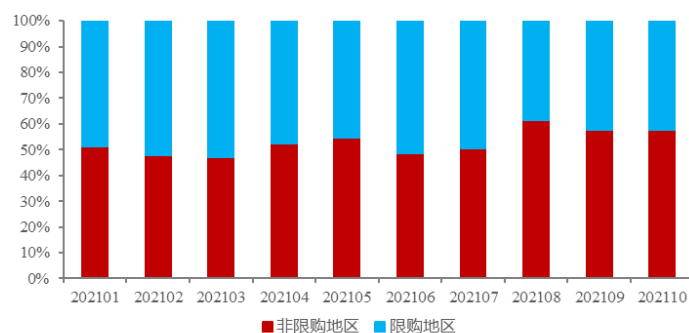
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

图 12: 蔚来 ES6 终端限购/非限购销量占比变化



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

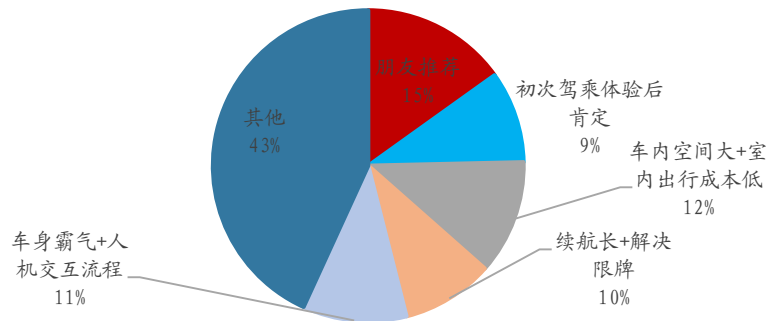
图 13: 特斯拉 Model Y 终端限购/非限购销量占比变化



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

APP 用户反馈及时响应, 更好抓住用户需求痛点, 把握放大用户需求甜点。为保证做到与用户的及时沟通, 理想汽车 APP 设置用户口碑以及问答界面, 分别针对用户购买关心的辅助驾驶、OTA 升级、补能方式、人车交互、座舱舒适 (隔音、空间、内饰) 等方面设立独立小界面帮助车主以及潜在用户迅速了解特定功能。定量来看, 根据理想汽车自身 APP 数据, 截至 2021 年 11 月 18 日, 共 556 篇“为何购买理想汽车”的评论中, 84 篇表示朋友推荐, 53 篇表示初次试驾后驾乘体验优秀, 66 篇表示车内空间大并且市内出行用车成本更低, 53 篇表示续航长且解决限牌问题, 60 篇表示以车身霸气、人机交互流畅为主要购买原因。并且, 综合空间、动力、能耗、操控、舒适性、外观、内饰、智能、售后、车主关怀等 10 项科目由参与的 531 名车主综合评分, 理想汽车获评 4.7 分 (5 分制)。最后, 借由 APP 的及时沟通, 理想 ONE 在自身首次改款 (2021 款) 车型上对车辆 ADAS 辅助驾驶、方向盘、座椅都进行了适当升级改动, 更好地迎合用户需求的变化。

图 14: APP 统计理想汽车的购买原因 (截至 2021 年 11 月 18 日)

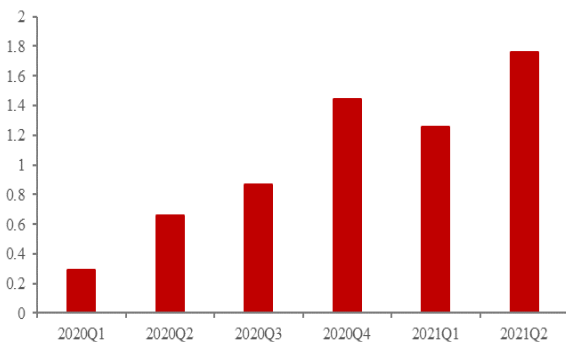


数据来源: 理想汽车官方 APP, 东吴证券研究所绘制

3. 财务分析

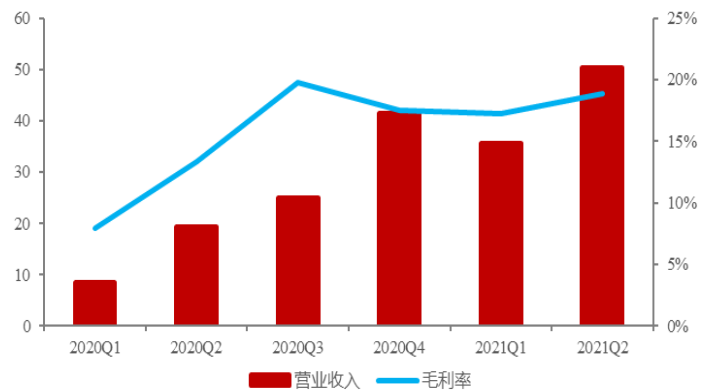
销量以及营收维度: 理想汽车自 2020Q1 正式大规模交付以来, 季度销量环比不断攀升, 2021Q1 因为疫情反复+季节性因素影响销量环比下滑, 营收变动与销量波动幅度基本一致。从毛利率角度来看, 2020Q1-Q3, 随理想汽车销量逐渐提升, 单车摊销前期投入的资产成本降低, 毛利率逐步升高; 2020Q4 毛利率下滑核心原因在于年底供应商一次性返利相比 2020Q3 有所减少, 2021Q1 毛利率则由于疫情以及原材料价格上涨等因素维持在该水平; 2021Q2 交付量上升, 规模效应提升, 营收和毛利率随之上涨。综合单车售价以及单车毛利角度来看, 理想 ONE 上市以来, 单车平均售价基本保持稳定, 2021Q2 全新改款后单车售价小幅上升, 但单车毛利呈现稳定的上升趋势, 核心原因在于随理想 ONE 市场销量的提升对前期成本投入的分摊作用。

图 15: 理想汽车历史销量变化/万辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

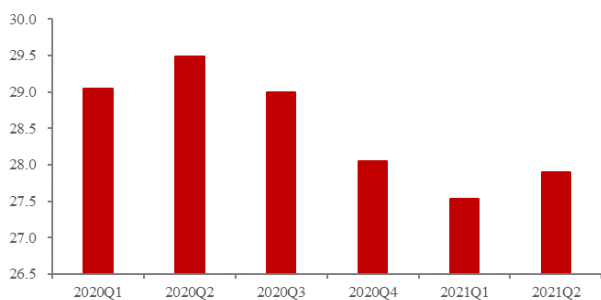
图 16: 理想汽车营业收入以及毛利率变化/亿元



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 17: 理想汽车单车售价/万元

图 18: 理想汽车单车毛利/万元



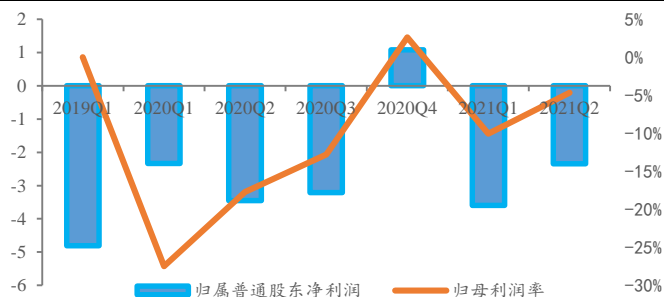
数据来源：乘联会，公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

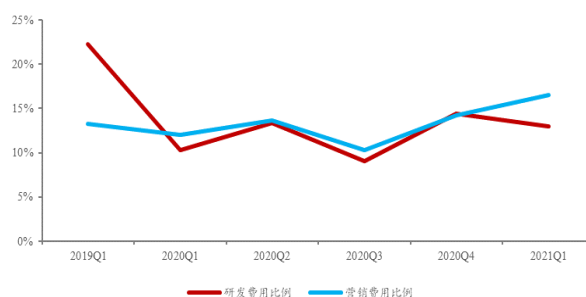
期间费用以及归母净利润维度：理想汽车 2020Q4 归母净利润首次转正，好于蔚来和小鹏同期归母净利润表现，2021Q1 由于疫情反复等原因归母净利润转负，2021Q2 净亏损进一步收窄。就期间费用来看，随销量逐渐提升，2021Q1/2021Q2 理想汽车的销售、行政及一般费用占营业收入比例分别为 14.27%/16.57%，研发费用占营业收入比为 14.41%/12.96%，总体保持基本稳定。单车净利润角度，理想汽车自 2020 年以来单车亏损幅度逐季收窄，2020Q4 首次转正。从单车平均研发费用来看，总体保持波动稳定的局面，我们预计未来随电动化/智能化进程不断提速，单车研发费用将同步上升。

图 19：理想汽车归母净利润（左轴/亿元）以及归母净利润率（右轴/%）变化



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 20：理想汽车期间费用率变化/亿元

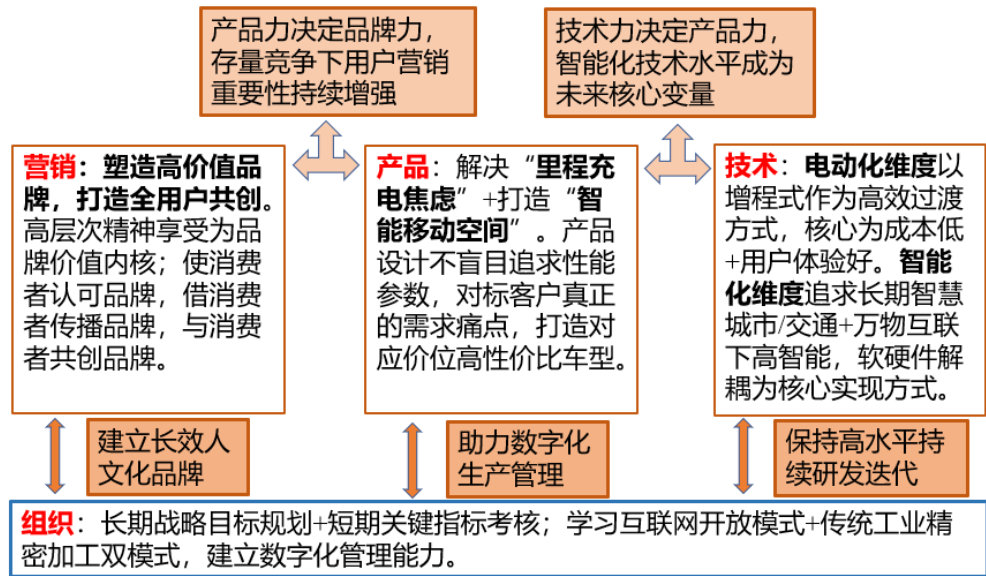


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

未来，随 1) 行业端改善：2021Q4 芯片短缺状况缓解；2) 理想汽车单店效能逐步升高，月交付量升高，单车成本分摊降低，我们预计 2021Q4 理想 ONE 单车毛利有望随交付增加逐步提升。

4. 看理想的未来：棋重当下，线放长远

图 21: 理想汽车发展总体思路



数据来源：汽车之家官网，东吴证券研究所绘制

4.1. 技术：电动/智能汽车核心领域技术全自研

4.1.1. 电动化领域：高压充电技术为长期布局方向

超高压快充为汽车电动化渗透率迅速提升的必然路径。受限于硅基 IGBT 功率元器件的耐压能力，之前的电动车高压系统普遍采用的是 400V 电压平台，该电压下充电功率最大的为特斯拉第三代 250kW 超级充电桩，但依然与燃油车的补能效率有着较大的差异，因而发展 800V 乃至更高电压强度的超充技术势在必行。另外，在保持用电功率相同的前提下，高压平台还有助于降低线束电流，从而缩减高压线束的截面积，达到减重和节省空间的效果。车企布局方面，截至 2021 年 10 月，市场上首次开发高压充电技术的是保时捷 Taycan 的 800V&350kW 的高压纯电平台，可在 20 分钟内实现对 93.4kWh 的电池从 5%至 80%的充电，满足超 300km 的续航里程。此外，现代 E-GMP 平台、奔驰 EVA 平台、通用以及捷豹路虎、比亚迪、吉利 SEA 浩瀚架构等都在 800V 高压充电技术上早有布局。

图 22: 保时捷的高压充电结构示意图



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

高压纯电平台技术应用需要克服的核心难点为高压平台下核心三电系统以及空调压缩机、DCDC（直流变压器）、车载充电机等零部件均要能保证在超高压的状态下正常工作。1) 对电池来说，需要保证在高压、强电流状态下的安全性和使用寿命，由2C充电倍率向4C/6C的充电倍率的提升对电池材料和BMS的高精度都提出更高的要求，更大的充电功率对整车尤其是电池热管理系统带来更大挑战；2) 对电驱动系统来说，核心难点在于电机控制器的核心元件——功率半导体器件。满足车规级标准的功率半导体器件中最主流的硅基IGBT耐压等级在600-750V，能在800V平台上使用的高压IGBT产品并不多，还存在着损耗高、效率低的缺点。

理想在电动化领域的布局：在原有的增程式电动平台的基础上，理想同步研发高压纯电平台Whale以及Shark平台，双平台均为800V高压纯电，Whale专注于空间，Shark专注于性能。目标为车型充电10~15min能够完成400km的连续续航，在高压充电桩设备的前提下，保证电动车可以接受高电压的充电方式。为实现高压快充平台，公司在开发四个基本技术：1) 和供应商共同开发4C倍率电池；2) 超高效电动动力总成系统，该解决方案的核心是SiC技术；3) 热力系统，确保在高速充电和低温情况下保持良好的用户体验，正在研究将CO₂恒温器用作冷媒介的解决方案；4) 400kW大功率充电网络，在10-15分钟内实现300-500公里的行驶距离。未来十年内，理想均会坚持增程电动车型和10min满足300-400km的超级充电式车型双线并进的道路上。

理想汽车电动化布局：长期致力于超高压快充，短期以增程式作为消费者里程焦虑的解决方案。首先我们需要明确：当下的充换电方式均仅为短期过渡方式：按照《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》国家规划，2025年我国新能源车型渗透率将达20%，2030/2035年分别达到40%/50%的较高水平，实际新能源渗透率提升速度有望更快。长期来看，新能源车型销量的迅速提升对充电条件提出更高的要求，包括电池容量

(续航里程)、充电时间等多方面。因此, 5-10min 实现高电量长续航的 800V/400+kW 的快充/超充是未来的必然方向。相比于此, 当下的 1h 快充/8h 慢充/换电/插电混动/增程式等均为短期过渡的方式。**其次, 比较短期的各种过渡方式, 1) 终端消费体验方面, 蔚来**的换电模式和理想的增程式体验最好, 用户无需长时间等待即可使用; 2) 企业端成本投入方面, 普通的充电和增程式相对最为友好, 实现成本更低, 厂商压力更小。因此, 理想汽车在长期布局 800kW/400V 超充技术的同时选择增程式作为短期过渡。

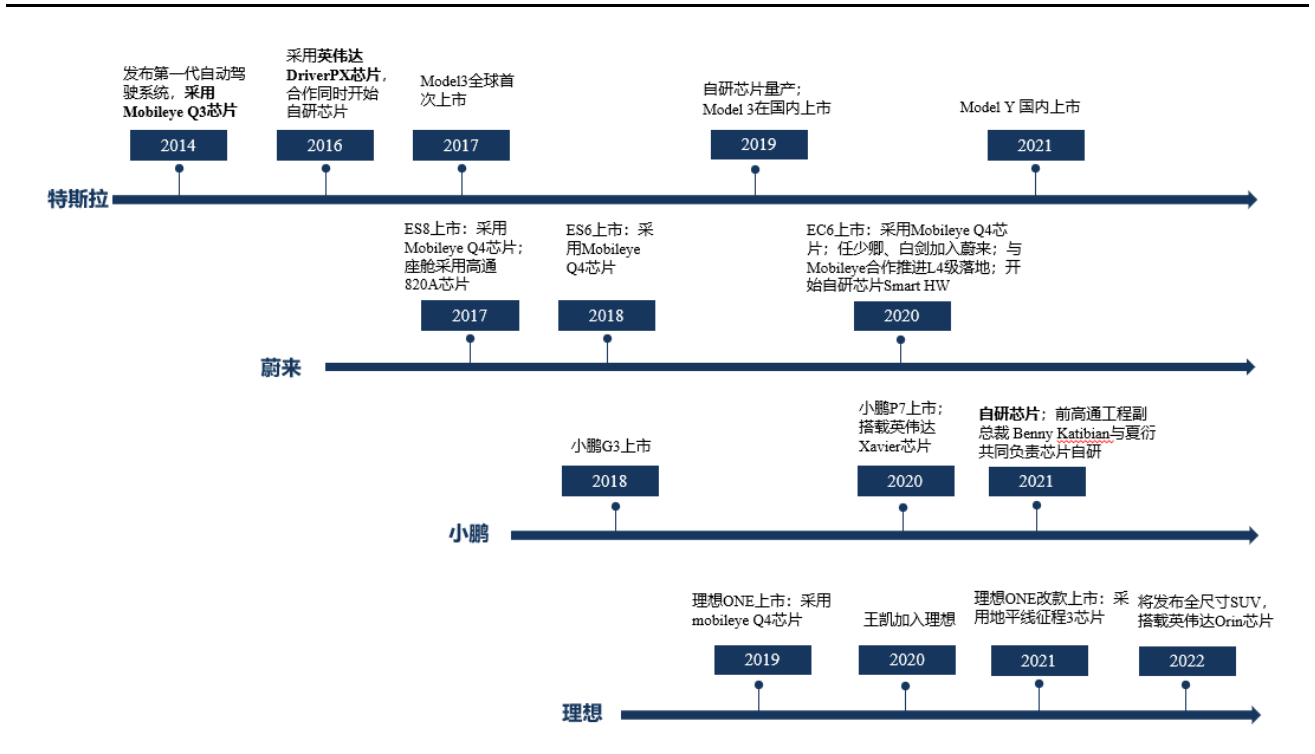
4.1.2. 智能化领域: 硬件标配强化算法迭代, 助力软件全自研

理想汽车智能化领域发展布局: L4 级别 ADAS 驾驶硬件标配, 软件全栈自研, 不断 OTA 升级, 功能高效迭代。首先, 自动驾驶领域软件解耦分离是大趋势。互联网的发展过去经历了两个阶段: 第一阶段是 PC 互联时代, 数据线上流转共享; 第二阶段是移动互联网, 在线上信息交换的基础上, 线上数据与线下场景实现互联, 线上的信息指令能够对线下的生活场景造成影响, 例如手机定位打车、看电影、外卖等。当下, 我们已经进入互联网发展的第三阶段: 即智能互联时代。线下的实时感知、线上的快速融合决策与更进一步的线上控制的线下执行三者结合, 物理数据实现数字化, 智能交通、智慧城市的概念也由此而来。全新的、更加开放复杂的工作需要车企既要具备传统企业高精度要求的机械硬件加工能力, 又要具备高复杂性的软件开发能力, 软硬件解耦分离分别进阶发展成为大趋势。另外, 软件迭代速度相比硬件更快。进入 2020 年以来, 自动驾驶软件赋能的汽车行业将会呈现出与之前近百年完全不同的迭代速度, 依照摩尔定律不断发展, 而考虑汽车作为耐用消费品, 硬件的生命周期相对更久。因此, 汽车新车销售时硬件标配高级别自动驾驶算力需求, 软件则通过 OTA 不断迭代升级将成为未来的主流方式, 也是理想汽车的道路选择。最后, 硬件标配, 软件成为核心竞争力自主掌握。理想的车型硬件标配高算力也会一定程度上加速自动驾驶数据的搜集过程, 弥补理想汽车与特斯拉/小鹏之间在智能驾驶方面的差异。软件方面, 理想汽车对于底层操作系统、智能驾驶算法包括感知融合、决策控制以及执行和多种应用层功能算法均坚持自研自主可控, 保证掌握软件上车迭代升级的核心能力。

由“成熟但封闭”走向“开放且共赢”: 理想汽车车型全系标配高算力芯片+高精度传感器, 保证数据搜集强化软件算法迭代, 其智能化发展核心关注两大维度: 1) 芯片&算法维度, 即由 Mobileye 全包方案到地平线高度自研方案再到英伟达高算力全自研解决方案适配不同阶段需求。芯片&算法维度, 因为 SEV 项目的停产失败, 在新势力中理想的智能驾驶布局总体节奏晚大约一年, 因此最早期的理想 ONE2020 款采用 Mobileye Q4 芯片以及其打包的全套视觉传感器融合算法, 保证在 ADAS 发展阶段的不掉队。与此同时, 为避免与 Mobileye 全封闭式的合作中的被动问题, 理想同步在理想 ONE 上装有自己的前向摄像头用于数据采集训练和算法开发, 并与地平线同步成长, 理想 ONE2021 款车型搭载两颗地平线全新征程 3 系列芯片, 开启自身脱离 Mobileye “黑盒子”全包模式的第一步, 实现感知融合——决策控制——执行的算法全自研。在 2022 年将推出的下一代全尺寸 SUV 上, 理想汽车将搭载英伟达于 2022 年量产的 7nm&200Tops

高算力的 Orin 自动驾驶芯片，与英伟达以及德赛西威开展密切合作，由英伟达提供芯片，德赛西威完成基于芯片的自动驾驶域控制器，而理想自身则负责所有自动驾驶的程序设计和算法逻辑的设定。通过与英伟达的合作直通 L4/L5 级别硬件配置，实现开放、可移植和可拓展的结合；并在此基础上真正实现自身软件算法的全闭环迭代，更好提升用户的体验。2) 传感器维度：多维融合，争取最低成本最佳效用。传感器维度，理想核心聚焦功能实现，而非强求激光雷达/高清摄像头的标配方案，而更加偏向于多种传感器融合的解决方案，核心关注成本端不同传感器融合方案的搭配。

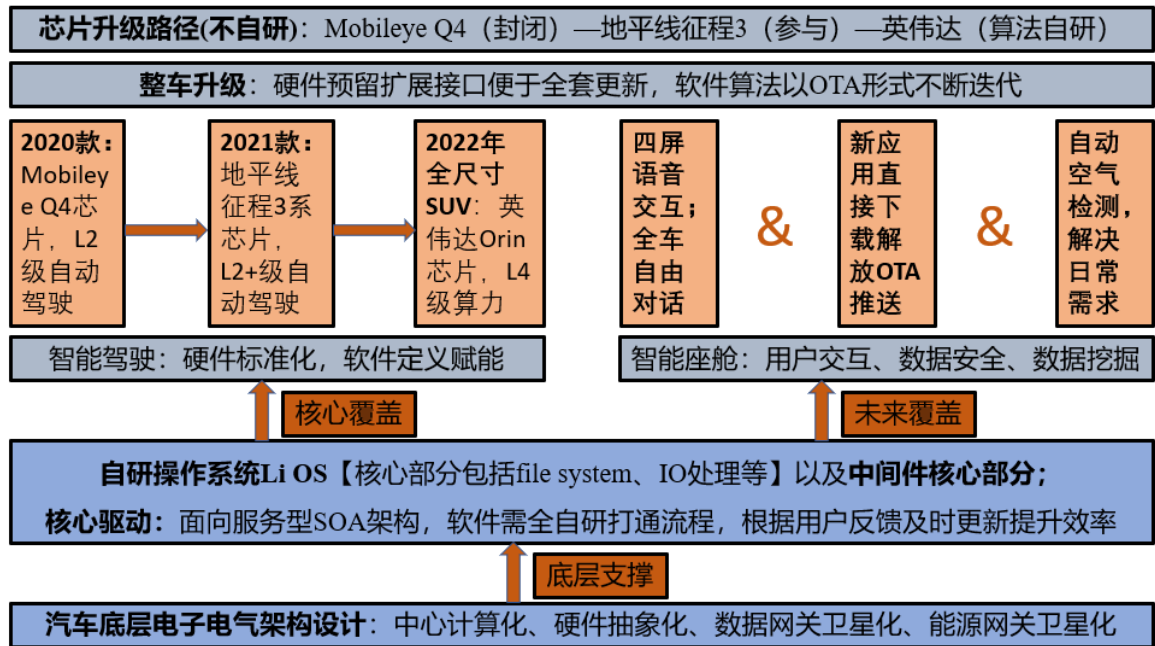
图 23：特斯拉以及新势力自动驾驶推进节奏



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

理想汽车规划了智能驾驶、智能座舱、实时操作系统 Li OS 以及汽车底层电子电气架构研发四大部门，核心聚焦软件算法包括操作系统、中间件以及上层应用算法。1) 智能驾驶硬件，芯片维度：截至 2021 年 10 月，理想汽车处于从 1 到 10 事业起步的发展阶段，选择自研芯片性价比较低，因为会延迟自身产品的推出节奏；硬件会预留所有的扩展接口，便于后续全套升级。2) 操作系统：自研 Li OS 的核心原因在于理想要建立完整的面向服务的 SOA 架构，需要软件全面自研打通，从操作系统到中间件到上层应用的模块均保证条理清晰，因此每个部分的核心 Kernel 必须全栈掌握，同时额外允许供应商通过外接 API 接口进入，这样保证系统整体面向用户服务情境下的通讯效率和低延迟。截至 2021 年 10 月，OS 系统只针对自动驾驶领域，后续智能座舱等会陆续打通覆盖。3) 电子电气架构：未来变化趋势三大方向包括中心计算化（即硬件抽象化，软件定义不同域在不同细分场景领域的功能参数要求，并负责将之进行最佳组合）、数据网关卫星化以及能源网关卫星化，理想汽车也要朝域控制器集中方向发展。

图 24：理想汽车自动驾驶核心规划



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

研发领域，理想 2021 年正式成立上海研发中心，与北京研发中心一起进行下一代 EREV 动力总成系统、高压平台、超快速充电技术、自动驾驶技术、下一代智能座舱、系统和计算平台的开发。此外，在江苏常州还设有生产工程和技术中心。理想的研发团队覆盖了车辆设计、开发和生产的所有领域，从概念到完成，包括内部和外部设计、车身设计和工程、电气工程和集成、电池工程、EREV 动力总成技术、车辆集成、性能测试、以及技术和专利管理。研发团队人员的平均行业经验约为十年，许多成员来自全球领先的国内外汽车制造商，例如奔驰、日产和上汽。智能系统：智能系统研发团队在智能、连接性、用户界面设计和自动驾驶方面提供支持。此外，公司制定了全面计划，开发专有的自动驾驶技术。利用系统开发、算法、仿真、解决方案开发和系统集成方面的能力，从 L2 级发展到 L4 级自动驾驶。车辆设计与工程：汽车造型团队由来自全球知名汽车制造商的设计师组成，将“halo”确定为理想汽车系列的设计语言。公司拥有强大内部车辆开发能力，具有 EREV 动力总成架构、底盘、电池、发动机和电气控制系统的核心竞争力，特别是在电池管理系统和车辆控制单元方面积累了丰富的专业知识。公司在设计和工程中利用计算机辅助工程进行仿真分析，并在 7 个实验室进行性能验证和可靠性测试。此外，工程和制造团队与供应商一起设计了关键部件，在研发过程及后续进展中实现成本优化。2020 Q4 及全年财报电话会上，理想汽车明确 2021 年研发投入将增至 30 亿元，同时公司预计 2022-2024 年理想每年研发费用将达到 10 亿美元，其中超过一半的费用将用于自动驾驶的相关研发工作。

4.2. 组织：OKR 管理模式，长期战略指导短期管制指标实行

OKR 长期战略目标规划+短期关键指标考核，纵向保持目标的恒定唯一性。电动化、智能化的行业变革不仅在技术上对已有企业提出了新的挑战，更在管理和人才引进方面对企业组织架构的变革能力提出了更大的挑战。已有的传统工业化组织架构无法适应快速迭代的智能汽车的生产研发需求，全新的互联网模式也无法驾驭复杂的汽车全产业链，因此需要全新的组织架构模式来进行管理和人才吸引。理想汽车以 OKR 作为基础管理模式，高层制定长期战略目标，中层负责制定关键指标考核流程和标准，将大目标阶段化，底层负责实施。全公司自上而下保证长期战略目标与短期行为的高度一致性，避免出现前进方向的错误。

智能组织管理高效化，统一员工眼光长远，落地清晰。李想认为，未来的智能组织管理不同于已有的丰田（组织可控，业务收敛）、典型互联网企业如汽车之家（组织可控，业务开放）、华为（组织复杂，业务收敛），而是一种组织复杂并且业务开放的管理模式，难度更高，因而其员工管理和绩效考核模式均有很大不同。在信息时代，随知识和数据的不断累积，规模性扩张加剧，变化不断提速，员工需要与管理层保持思维高度上的一致性，而非仅关注眼前的工作任务；同时还需要明确长远的目标下自己下一步的落脚点应在何处，才能保证组织管理的有效性和不断迭代升级的能力。

4.3. 营销：数字化直销网络加速普及

对标星巴克/苹果，注重品牌形象塑造；坚持道路自信，满足用户内心诉求。李想对于理想汽车的品牌形象塑造以星巴克/耐克/苹果/任天堂等为模板，以企业文化为根本，塑造从一而终的品牌形象价值。参考星巴克等全球品牌的成长史，可以发现，当国家处于高速发展期时，此时消费的核心需求大多比较初级，以温饱和简单娱乐为主。受消费者认可的品牌多为平台性质，适应快速变化的需求而不断变化，接受新的品牌形象和内涵，前期文化和后期品牌形象往往互相分离。但当经济发展到一定高水平时，从一而终、坚持自身发展道路、不盲目扩张变化的品牌形象则更受消费者认可。终端消费需求由初级的简单娱乐提升为更高层级的精神享受，消费者希望通过消费品牌来获得形象认可，提升自身的精神价值，星巴克等即可归为此类。

理想汽车的品牌塑造可以归结为三步，第一步是使消费者认可：充分满足用户需求，在消费者全部的使用场景和整车全生命周期做到品牌使用体验的高享受；第二步是借消费者传播：借由社交关系网络的渠道，将品牌形象更快的传播开。社群关系的构建是品牌粉丝网的基础，当粉丝通过社群将自身对品牌的认知传播出去后，收获的正反馈对粉丝自身和品牌是双向的正向作用。第三步是与消费者共创：随着更多的消费者认可理想汽车品牌，通过与消费者的交流才能更好的把握市场需求的动向，了解用户之所想，并更好的通过软件 OTA 的方式将需求信息传达给用户，共同进步。

公司开发了在线和离线平台直接与用户互动。经零售商店、媒体平台、用户口碑三个渠道带来稳定的销售线索，将潜在客户转换为理想汽车系统（官网、Li Auto App、微

信公众号)注册用户。系统自动搭建用户行为模型,分析用户转换效率。同时,鼓励车主自愿推广理想汽车,产生高质量的销售线索。用户下单后,公司通过销售和服务网络为用户提供交货、金融和售后服务。通过在闭环中收集用户的行为和反馈,公司减少人力费用和门店物流投资,实现离线服务成本的降低。

更进一步的营销方式上,公司主要营销目标是建立品牌知名度和忠诚度,产生销售线索并将用户意见整合到产品开发过程中。通过建立产品+渠道品牌形象树立产品个性和企业社会责任:理想汽车的品牌使命是“掌控自己的命运,挑战成长的极限”,价值观为“把用户价值放在第一位”和“用透明协作方式解决所有问题”。营销工作集中在生成口碑推荐,以及在新媒体和短视频社交媒体平台上创建营销内容。营销内容包括内部制作的高质量视频,详细介绍了产品规格和技术。公司还会发布用户自愿推荐的内容,以及由 KOL 在技术,旅行以及母婴产品领域创建的视频。通过用户真实体验的表达传播提升知名度。此外,公司利用短视频社交媒体平台的数据驱动功能,通过在抖音和快手等平台进行准确地定位用户,实现高效营销互动。

4.4. 生产:自建基地+自选供应链保证产品高可靠性

生产基地方面,公司在自己的常州生产基地中生产理想 ONE。该基地占地 50 公顷,建筑面积约 185,000 平方米。由冲压、焊接、涂漆、组装四个车间组成。截至 2021 年 10 月生产能力为 21JPH 或每年 10 万台,可通过安装其他机械和生产线扩展到 40JPH 或每年 20 万台。工厂进行高度自动化生产,实现混合生产钢和铝零件、100% 车身尺寸检查、焊接点 100% 自动化、车身涂料一致。同时,生产管理相关的 IT 系统和自动化生产设备协同工作,进行监控,大大提高运营效率和做工精准。

供应链选择方面,公司按照 APQP(高级产品质量计划)和 PPAP(生产零件批准流程)程序,高标准执行,已与关键零部件供应商建立紧密合作伙伴关系,例如电池组的宁德时代、电动机的博格华纳、电动机控制器的汇川技术、挡风玻璃的圣戈班等。公司运用供应商关系管理系统,与供应商合作确保所需供应的可行性。

公司开发了自己的质量管理体系,覆盖了从产品设计到售后服务的车辆完整生命周期,涵盖硬件,软件和服务。在理想 ONE 正式交付前,公司完成 291 项测试优化合计超过 300 万公里的道路试验,以保证生产工艺和质量,杜绝质量问题的反复出现。

4.5. 规划:核心价格带全覆盖以达行业龙头地位

除理想 ONE 以外,公司计划于 2022 年推出第二款全尺寸增程式 SUV,配置理想下一代 EREV 动力总成,依然采用城市纯电、城际发电的增程电动方式,对标比理想 ONE 更为高端的电动 SUV 市场。更为长期来看,理想同步研发新一代 BEV 平台覆盖 25-50 万元的中大型 SUV 车型,力求在快充/超充技术逐步完善的未来能够抓住市场纯电动车型发展的机遇期。

根据公司披露规划，2025 年公司将成为中国智能电动车品牌销量的头部企业，获取 20% 以上的市场销量份额，参与到 2030 年更激烈的全球市场竞争。扩大用户群体的覆盖，围绕“创造移动的家”这个核心使命，提供更丰富的智能电动车，2022 年起每年推出两款新车，包含第二代增程电动 X 平台、高压纯电 Whale 平台、高压纯电 Shark 平台的多款产品，坚持豪华智能电动车的品牌定位，广泛的覆盖 20-50 万元的价位。在汽车能源补给方面，选择两条线路并行：1) 以城市纯电、长途发电为用户价值的增程电动平台；2) 十分钟补充 300-500 公里续航的 400 千瓦超快充的高压纯电平台。

图 25：理想汽车未来产品推出思路



数据来源：理想汽车港股招股书，东吴证券研究所绘制

4.6. 核心看点总结

综上所述，理想汽车未来核心看点总结包括以下：

1) 短期维度（2021-2025 年）：行业层面，截至 2021 年 10 月，新能源车型渗透率仍处于 25% 以下的较低水平，燃油车依然是市场消费主流。随纯电车型销量逐步提升，我们预计现有基建充电桩建设速度落后于纯电车型销量规模提升速度，充电设施供给可能出现不足的情况。智能化处于初步普及阶段，依然以 L2+ 或初级 L3 级别功能为主，硬件标配高算力，软件 OTA 升级成为主流进化渠道。此时，理想汽车凭借 EREV 增程式动力平台以及行业领先的 ADAS 辅助驾驶水平在满足国家新能源发展规划需求的前提下保证消费者的驾乘出行需求体验，实现销量的稳定增长。

2) 长期维度（2025-2035 年）：行业层面，我们预测新能源车型渗透率快速提升达到超过 50% 的水平，充电桩建设以及高压充电技术不断突破，消费者对电动车充电速率以及充电桩安全性、电池寿命等的要求被满足，纯电车型成为绝对主流。智能化车型搭载水平迅速提升，L3/L4 成为主流，高算力车型实现市场全覆盖，功能以 FOTA 迭代的形式不断升级。理想汽车在原有增程式解决方案的基础上推出电动车型，Whale/Shark 双

平台为基础满足市场需求，继续推进销量的稳步提升。

5. 盈利预测与投资评级

对理想汽车 2021~2023 年盈利情况进行预测，核心假设如下：

1) 理想汽车 2021~2023 年销量分别为 8.20/17.00/42.00 万辆；其中理想 ONE 分别为 8.20/13.00/16.00 万辆。

2) 理想汽车整体单车收入 2021~2023 年分别为 28.00/29.18/26.90 万元，随理想全新车型上市而波动。

3) 理想汽车毛利率 2021~2023 年分别为 19.28%/21.81%/23.27%，随销量逐步增加，规模效应逐渐体现，毛利率提升；研发费用率分别为 12.57%/11.73%/10.80%；销售、行政及一般管理费用率为 14.57%/12.80%/11.20%。

表1: 理想汽车盈利预测核心假设

	2020A	2021E	2022E	2023E
销量（万辆）	3.59	8.20	17.00	42.00
理想ONE	3.59	8.20	13.00	16.00
其余车型	—	—	4.00	26.00
单车平均售价（万元）	25.86	28.00	29.18	26.90
车辆销售收入（百万元）	9,283	22,960	49,606	112,980
营业收入（百万元）	9,457	23,600	50,976	116,134
毛利率（%）	16.38%	19.28%	21.81%	23.27%
销售、行政及一般管理费用占比（%）	11.83%	14.57%	12.80%	11.20%
研发费用占比（%）	11.63%	12.57%	11.73%	10.80%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

鉴于以上核心假设，我们预测理想汽车 2021~2023 年营业收入分别为 236.00/509.76/1161.34 亿元；归母净利润分别为-11.75/-6.90/20.31 亿元，对应 PS 估值分别为 9/4/2 倍。选取汽车行业全新成功入局者，即一线造车新势力车企作为可比公司，对比美股/港股几家新势力车企算术平均 PS 估值为 15/10/7 倍。鉴于智能电动汽车行业未来较大市场空间，理想汽车自身强势产品持续放量，长期关注智能化渗透率持续提升，我们认为理想汽车应该享受更高的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司 PS 估值（数据采用 2021 年 11 月 22 日收盘价）

证券代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	营业收入/亿元			PS/倍		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9868.HK	小鹏汽车-W	153.72	2,596.41	226.12	420.30	730.20	11.48	6.18	3.56

TSLA.O	特斯拉*	7,334.04	73,653.16	3241.45	4435.92	5510.69	22.72	16.60	13.37
NIO.N	蔚来*	249.36	3,966.21	364.53	601.53	867.85	10.88	6.59	4.57
可比公司算数平均 PS							15.03	9.79	7.16
2015.HK	理想汽车-W	99.52	2,055.74	236.00	509.76	1161.34	8.71	4.03	1.77

注：股价及市值数据均为人民币口径，换算汇率为：1 港元=0.83 人民币，1 美元=6.45 人民币

数据来源：wind, Bloomberg, 东吴证券研究所 (*表示盈利预测来自于彭博一致预期)

6. 风险提示

疫情控制进展低于预期。如果全球新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响乘用车需求的复苏。

新能源汽车行业发展增速低于预期。如果新能源汽车三电技术发展及市场需求低于预期，则会影响行业整体电动化发展进程，对理想销量及自身利润产生重要影响。

芯片/电池等关键零部件供应链不稳定。如果疫情因素导致全球性芯片短缺持续加重，电池等关键零部件供应紧张，理想自身销量受到限制，可能无法提供充足现金流。

软件 OTA 升级政策加严。国家未来存在相关规范智能汽车市场 OTA 政策的风险，影响理想自身软件快速升级，从而影响理想自身的市场影响力和认可度，影响销量。

新平台车型推进不及预期。若推进情况不及预期，可能会导致销量/业绩表现低于预期。

理想汽车-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31,391	46,056	57,331	87,180	营业收入	9,457	23,600	50,976	116,134
现金	8,938	17,579	18,665	27,999	减:营业成本	7,907	19,050	39,858	89,110
应收账款	116	288	623	1,419	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	1,048	2,525	5,283	11,810	管理费用	0	0	0	0
其他流动资产	21,289	25,664	32,761	45,951	销售费用	1,119	3,439	6,525	13,007
非流动资产	4,982	5,372	5,675	6,136	研发费用	1,100	2,967	5,979	12,543
长期股权投资	163	163	163	163	财务费用	26	-297	-458	-426
固定资产	2,479	2,801	2,296	3,361	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	1,960	2,028	2,136	2,232	其他收益	506	253	172	356
其他非流动资产	380	380	380	380	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	36,373	51,429	63,005	93,316	营业利润	-669	-1,855	-1,386	1,475
流动负债	4,309	10,714	21,881	49,361	加:营业外净收支	480	549	630	782
短期借款	0	0	0	0	利润总额	-189	-1,306	-756	2,257
应付账款	3,161	7,614	15,931	35,617	减:所得税费用	-23	-131	-66	226
其他流动负债	1,149	3,100	5,950	13,743	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	2,260	2,410	3,510	4,310	归属母公司净利润	-792	-1,175	-690	2,031
长期借款	879	1,029	2,129	2,929	EBIT	449	-1,855	-1,386	1,475
其他非流动负债	1,382	1,382	1,382	1,382	EBITDA	770	-1,345	-839	2,064
负债合计	6,570	13,124	25,391	53,671	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.44	-0.57	-0.33	0.98
归属母公司股东权益	29,804	38,304	37,614	39,645	每股净资产(元)	14.43	18.54	18.21	19.19
负债和股东权益	36,373	51,429	63,005	93,316	发行在外股份(百万股)	1,809.29	2,065.72	2,065.72	2,065.72
					ROIC(%)	1.29%	-4.25%	-3.18%	3.12%
					ROE(%)	-2.66%	-3.07%	-1.84%	5.12%
					毛利率(%)	16.38%	19.28%	21.81%	23.27%
					销售净利率(%)	-1.76%	-4.98%	-1.35%	1.75%
					资产负债率(%)	18.06%	25.52%	40.30%	57.52%
					收入增长率(%)	3225.49%	149.56%	116.00%	127.82%
					净利润增长率(%)	-	-	-	-
					P/E	-	-	-	101.22
					P/B	6.30	5.37	5.47	5.19
					EV/EBITDA	233.37	-140.50	-275.52	107.88
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	3,140	1,291	3,733	11,752					
投资活动现金流	-18,738	-2,414	-3,653	-3,065					
筹资活动现金流	24,711	9,764	1,005	648					
现金净增加额	8,736	8,641	1,085	9,335					
折旧和摊销	321	510	547	589					
资本开支	-675	-900	-850	-1,050					
营运资本变动	3,611	1,956	3,876	9,132					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

