

证券研究报告

2022年07月18日

海外行业报告 | 行业深度研究

理想汽车

从One和L9的产品产略看理想未来双平台的增量

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

我们对理想的预期：通过中高端车型ONE和L9产品力的持续验证快速积累品牌口碑与树立品牌形象，为后续20-30万的车型以及纯电平台车型铺路。公司已验证的**成本管理能力和其对产品准确的定位所创造的新细分市场**或将会是评判后续车型是否成功，以及公司能否维持销量+收入的高增速的核心。

如何看理想的估值空间：

1) 为什么理想21年至今的平均PS倍数低于蔚来、小鹏约30-40%水平（虽然现已持平）？

➢ 我们认为估值折价的核心原因在于市场对增程式未来空间的担忧。但是理想目前800V纯电高压平台已跟上行业和竞争对手脚步，且在自研自动驾驶领域有较快进展，所以我们不认为理想对比同行需要任何估值折价。

2) 从产品力角度为何更看好理想？

➢ 在目前硬件配置趋同 + 自动驾驶算法功能体验差距不大的情况下，**智能座舱有望成为中短期车型差异化竞争的核心，智能座舱也是用户端体验差距最明显的胜负点。理想ONE在智能座舱上的产品力有较好口碑，而L9在智能座舱上的迭代与升级对比竞品则树立了更显著的优势。**

3) L9是否能复刻ONE的成功？

➢ 如同ONE的产品战略，L9再次创造了一个新的细分市场，但是这一次并未看到有力竞争对手：**聚焦家庭用户的45-50万的全尺寸豪华新能源SUV（车长5.2m+轴距3.1m）。综合考虑价格、空间、智能化以及ONE已验证的产品力，我们认为L9会延续理想产品战略所构造的独特竞争力，成为40万+SUV车型中的新畅销产品。**

4) 我们理解的P/S倍数背后的逻辑：

➢ **持续的高收入增长与潜力：**单车型已验证，中短期看新产品L9和23年的纯电平台车型；**高于同行且持续增长的Ebit Margin；**成本管理能力强已验证，单车毛利新势力排第二，仅次于Tesla。

PS未来增长空间：1) 纯电平台推出；2) 自研自动驾驶

风险提示：行业竞争加剧风险；供应链波动风险；纯电平台落地不及预期；自动驾驶政策落地不及预期；公司经营风险；含主观性测算等。

报告框架/核心观点：为什么看好理想

为什么看好理想：1、战略、产品、执行的结果 - 中国新势力单车型销量最高增长 + 显著高于同行的营运利润；2、21年至今的PS倍数对比，理想平均估值倍数低于蔚来、小鹏约30-40%（现已持平，探讨是否有更大空间）。

P/S倍数背后的逻辑：

- 1) 持续的高收入增长与潜力：单车型已验证，短期看新产品L9和23年的纯电平台车型。
- 2) 高于同行且稳定的Ebit Margin：成本管理能力强已验证，单车毛利新势力排第二，仅次于Tesla。

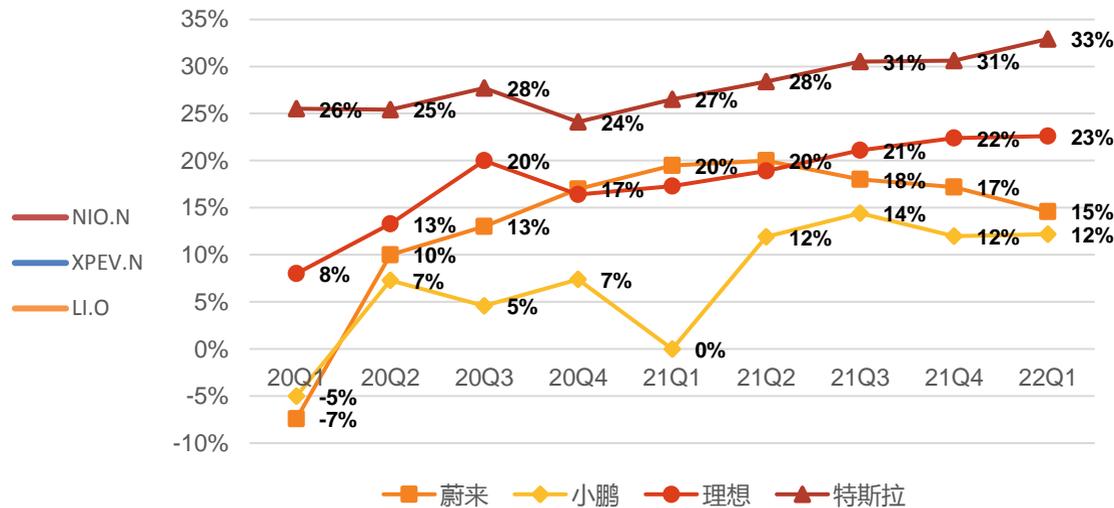
PS未来增长空间：1) 纯电平台推出；2) 自研自动驾驶

图：21年至今，蔚来、小鹏、理想PS倍数估值变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：新势力单车毛利对比



资料来源：各公司季报，天风证券研究所

目录

1. 理想汽车战略图谱：车型、技术、生产

2. 理想产品的竞争力：如何看L9带来的增量

3. 风险提示

1.1 理想汽车：创造新的赛道与需求，新能源SUV销量排名快速提升

理想的使命：“创造移动的家，创造幸福的家。”



理想汽车：21年8月回港上市，继小鹏第二个回港的造车新势力车企。理想首款商业化车型是理想ONE，六座中大型豪华电动SUV。21年总销量为90491辆，我们测算占中国新能源SUV市场份额约为6.7%，占总新能源市场2.7%；中高端SUV销量排名第五，新能源SUV销量排名第三。销量高速增长的背后是理想的产品定位、定价所创造的新的细分赛道，对应的创造了新市场需求，同样的战略在One和新车L9上都有体现。

产品介绍 - 理想ONE & L9：中大型和全尺寸豪华电动SUV，目标家庭用户，采用增程式解决方案，聚焦里程焦虑与充电不便的痛点。

图：理想One实车图 & 基础参数



价格 (万)	长度 (mm)	轴距 (mm)
34.98	5030	2935

图：理想汽车销量和单车毛利（千辆）



图：理想L9实车图 & 基础参数

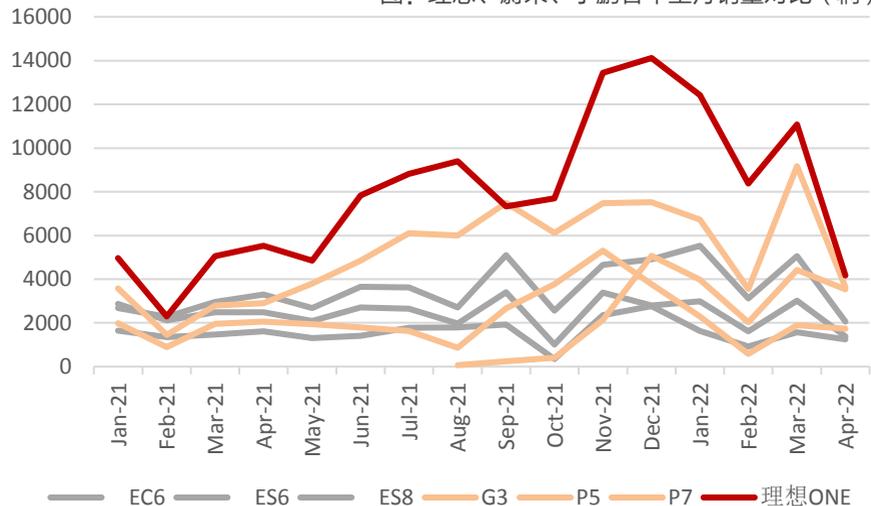


价格 (万)	长度 (mm)	轴距 (mm)
45.98	5218	3105

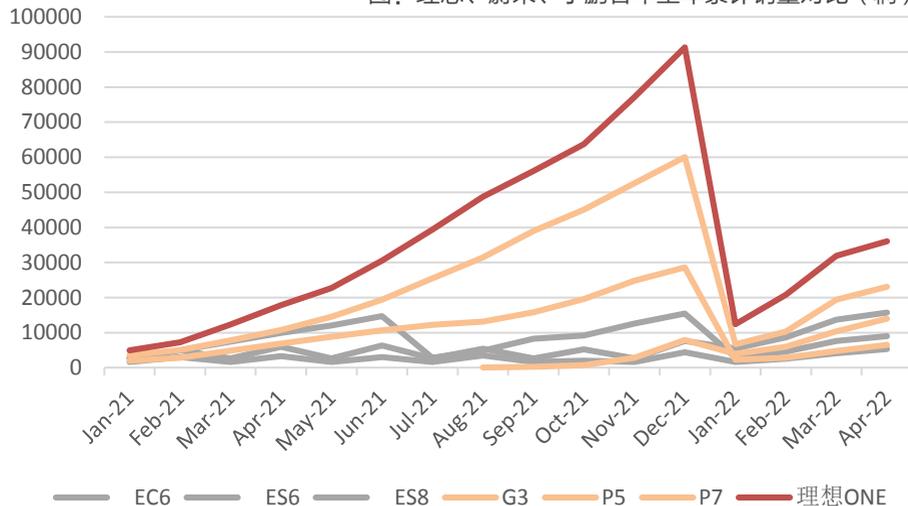
资料来源：理想Q1季报、21年报，汽车之家，天风证券研究所

1.1.1 附录（1）：理想ONE销量高速增长，单车型销量一骑绝尘在新势力中领先

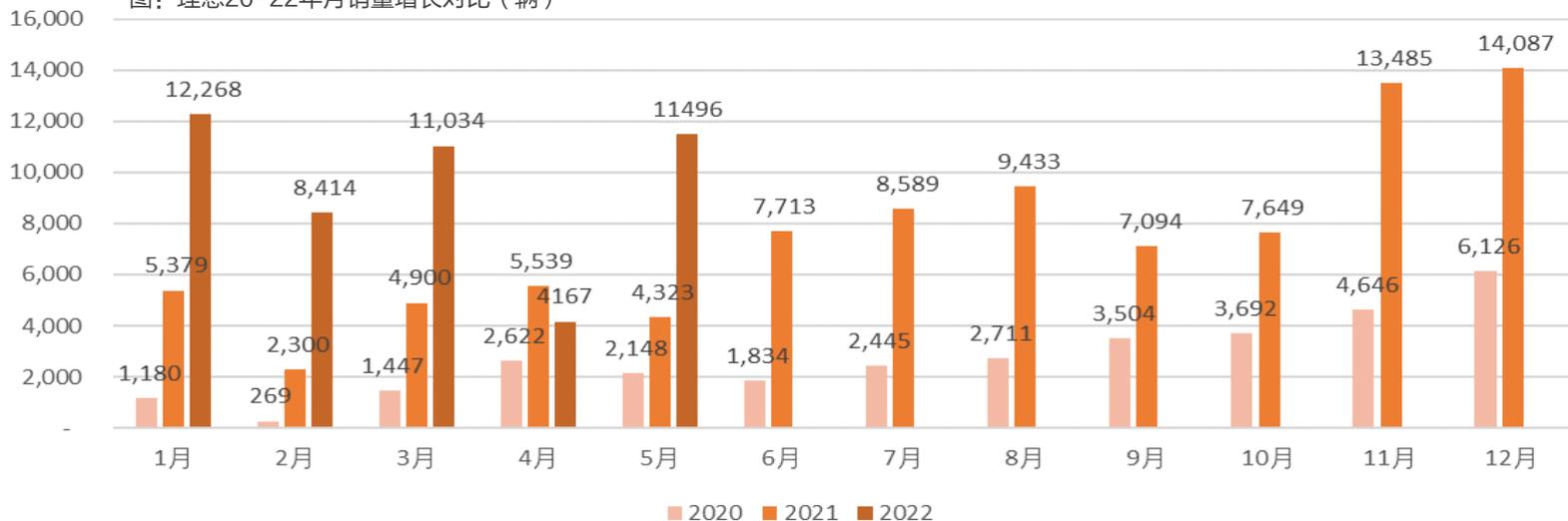
图：理想、蔚来、小鹏各车型月销量对比（辆）



图：理想、蔚来、小鹏各车型年累计销量对比（辆）

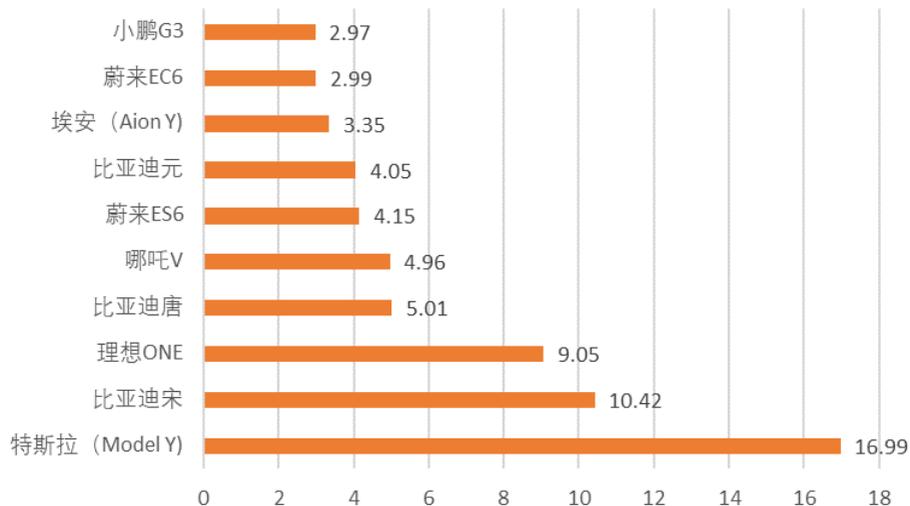


图：理想20-22年月销量增长对比（辆）

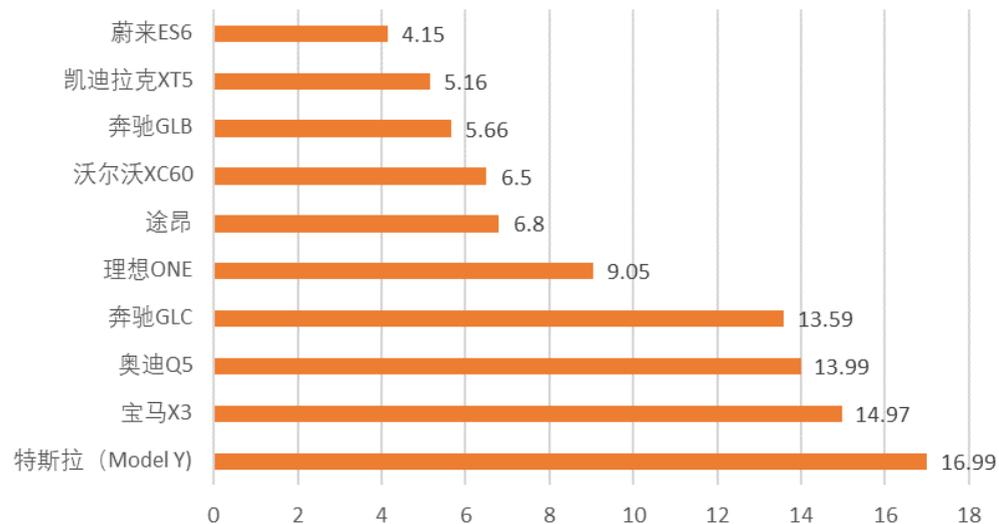


1.1.2 附录（2）：21年理想ONE销量排名，在中大型SUV中排名第一

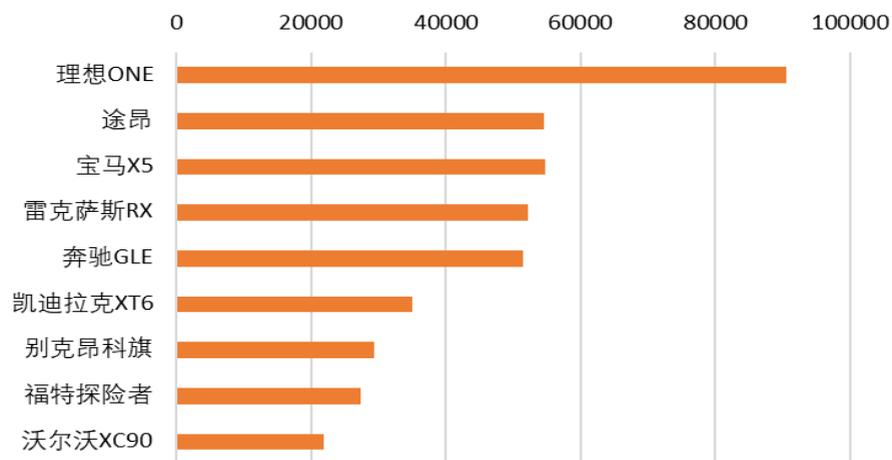
图：2021年中国新能源SUV零售销量排名前十的车型统计（万辆）



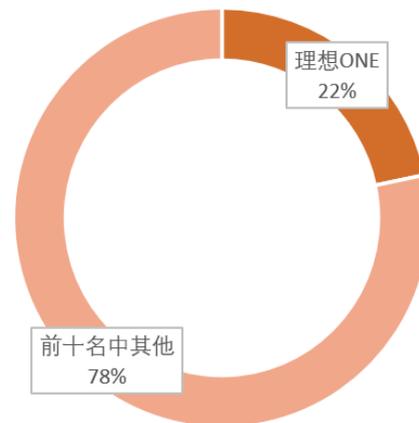
图：2021年中国高端SUV零售销量排名前十的车型统计（万辆）



图：2021年中国销量最高的10款中大型SUV车型(辆)



图：21年理想在中大型SUV前十名中的占比



1.2 产品图谱：增程式的L9持续打造品牌，纯电平台已在路上

理想汽车同时布局增程技术和纯电技术，对应推出X（增程）、Shark（高压纯电，主打性能）、Whale（高压纯电，主打空间）三大平台，未来计划覆盖20-50万SUV车型。在纯电技术与基础设施还不能解决中大型以上SUV里程焦虑的痛点前提下，增程式是理想在满足用户体验的同时降低出行成本的解决方案。L9作为X平台上首款推出的产品同样是使用增程式解决方案，定位是全尺寸SUV市场。按照理想汽车的产品图谱规划，2023年以及以后，每年会至少推出两款采用高压纯电动技术的车型。

图：理想汽车产品图谱



1.3.1 技术（1）：增程或是油到电的重要桥梁，理想超高压纯电平台赶上行业进程

➤ **增程式解决方案 – 燃油车到电动车的桥梁（电车体验）**：增程式可通过慢充、快充和加油来补充能量，即使用户无法获得充电基础设施，汽车也可以运行。在降低油耗提升能源效率的同时，增程式提供的驾驶体验和纯电平台相仿（电车体验）；相比之下，同样是过渡方案的插电式混合动力方案则是更类似于油车的驾驶体验。

重点：在拥有纯电平台驾驶体验的同时，提升能源效率，且不过度依赖充电基础设施。

缺点/风险：部分城市如北京/上海无法享受牌照限制的待遇（政策方向为纯电+超充+换电）。

➤ **海外引领超高压纯电平台趋势，2022年-2023年是800V元年**：车企纷纷跟进800V超高压快充上的解决方案，研发推进高倍率电池、高耐压电驱动系统及更高效 BMS 电池热管理等技术。我们认为超高压快充是解决里程焦虑以及充电不便的一个重要基点，10分钟续航百公里也将拉近电动车与油车补充能源时的体验。在此基础之上，第三方/官方快充基础设施的普及与渗透率则仍需时间。

重点：理想的高压纯电平台将于23年落地，届时同时拥有增程和纯电的理想将面向更广泛的用户市场；而理想自身充电基础设施的推进则需紧密跟踪。

图：理想的增程式解决方案



图：头部新能源车企发布高压快充时间

车企	电压	功率	续航	量产时间
保时捷	800V	270KW	22.5分钟将电池从5%充至80%	2019年下半年Taycan
Lucid	900V	811KW	充电20分钟续航482公里	2021年
广汽埃安	800V	480KW	充电十分钟续航400公里	2021年9月
起亚	800V	240KW	电量从10%充至80%仅需18分钟	2022年3月海外发售
奥迪	800V	350KW	22.5分钟将电池从5%充至80%	2022年3月正式发布
东风岚图	800V	360KW	充电10分钟续航400公里	2022年4月7日
奔驰	800V	548KW	充电15分钟续航300公里	2022年上旬美国发售
现代	800V	350KW	-	2022年7月14日发布
小鹏汽车	800V	480KW	充电5分钟续航200公里	G9预计2022年9月发布
比亚迪	800V	230KW	充电5分钟续航150公里	海豹2022年6月发布
长城	800V	400KW	充电10分钟续航401公里	2021年底发布沙龙机甲龙
宝马	800V	390KW	充电10分钟续航104公里	2023年
理想汽车	800V	400KW	充电30分钟从20%到80%	2023年纯电产品落地
蔚来	800V	-	-	2024年

1.3.2 技术（2）：核心硬件配置趋同，理想软件算法加码合作&自研追赶

- 特斯拉树立智能驾驶软硬件自研标杆，国内新势力开始发力自研核心技术，**新势力车企在核心硬件配置上有同步趋势**：蔚来、理想、小鹏在SOC方面均采用英伟达Orin的解决方案；传感器和底盘制动层主要使用头部Tier 1的产品如博世等；电池方面均与宁德时代合作，而座舱则都选择高通8155芯片。我们认为在核心硬件配置趋同的情况下，差异化竞争的点则是自研的智能驾驶/座舱的软件+算法。
- 智能驾驶进程同样是特斯拉领先最接近L3落地，从产品落地维度看理想自研进程落后，开始加码合作&自研追赶：小鹏汽车在泊车功能方面实现领先，首发 L3级别的停车场记忆泊车功能；除记忆泊车外，蔚来的产品具备大部分 L2+级别辅助驾驶行车功能；理想 ONE 则是通过2021年12月份OTA升级L2+级别高速领航辅助驾驶功能，在功能与体验上与小鹏蔚来看齐；三家新势力的新车均在硬件上实现升级，但是智能驾驶算法则需要后续OTA实现城市领航辅助。

图：蔚来、理想、小鹏智能驾驶产品软硬件对比

公司	搭载车型	开始时间	智能驾驶方案	硬件层		软件层	
				算力平台/芯片	传感器	算法	高精地图
蔚来	ES6	2018	NOP	MobileyeQ4	纯视觉	Mobileye	百度
	ES8	2020			纯视觉		
	EC6	2020			纯视觉		
	ET7	2021		NVIDIA Orin	激光雷达	自研	
小鹏	P7	2017	NGP	NVIDIA Xavier	纯视觉	英伟达合作	高德
	G3	2018		MobileyeQ4	纯视觉	Mobileye	
	P5	2021		NVIDIA Xavier	激光雷达	自研	
	G9	2022		NVIDIA Orin			
理想	ONE 2020	2019	理想ADS	MobileyeQ4	纯视觉	Mobileye	百度
	ONE 2021	2021		征程3	激光雷达	地平线合作	高德
	L9	2022		NVIDIA Orin		自研+合作	

1.3.3 附录（1）：国内新势力最新车型硬件配置趋同，产品功能实现上差距未拉开

➤ L2+产品功能实现上未能拉开差距，我们认为由政策法规推动的L3元年到来时，智能驾驶的软件算法自研将成为差异化竞争的决胜点：目前在硬件配置趋同，且产品功能实现上未能体现显著差距。特斯拉在自动驾驶领域领先，但其L3功能也处于Beta测试，目前面向超过60000个美国测试用户，已临近落地。而国内目前在法规和自动驾驶技术的限制下，新势力的新车均采用后续OTA更新算法，而硬件预埋的形式落地。随着深圳宣布要立法L3（未出台），我们认为由政策和法规推动的L3元年将至（国内1线城市或按照深圳立法模板加速跟进），而届时智能驾驶软件+算法或将成为智能化的核心决胜点。

图：蔚来、理想、小鹏智能驾驶产品软硬件对比

	理想L9	特斯拉FSD(Model3)	蔚来NAD(ET7)	小鹏G9	威马M7
SOC	英伟达 Orin-X 芯片*2	特斯拉自研FSD 芯片*2	英伟达NVIDIA DRIVE Orin 芯片*4	英伟达 Orin-X 芯片*4	英伟达 NVIDIA Orin-X 芯片*4
TOPS	508	144	1016	508	1016
摄像头个数	800万正前感知摄像头*2、800万侧前感知摄像头*2、800万侧后感知摄像头*2、200万正后感知摄像头、200万像素360°环视摄像头 ×4	前置3个，侧置前视2个，侧置后视2个	11个800万摄像头	-	7个800万摄像头
激光雷达	128线激光雷达，超声波雷达、前向毫米波雷达	无	1个	2个	共有32枚传感器，包含3颗自主变焦高精超视激光雷达和5颗毫米波雷达
SAE自动驾驶分级	L3（需ota）	L3(beta)	L3（需ota）	L3（需ota）	L3（需ota）
自动泊车	全场景视觉泊车	自动泊车可实现智能召唤	自动泊车可实现近距离内前进后退的简单召唤	自动泊车可实现智能召唤	-

1.3.4 附录（2）：传统车企多方案并行加码布局自动驾驶，整车自动驾驶军备赛打响

头部新势力全栈自研，传统整车多方向布局追赶：在硬件标准化趋势以及预埋+冗余的情况下，软件+算法或将成为核心决胜点。而完整自动驾驶技术的开发所面临的瓶颈是1) 投入产出比；2) 技术成熟度；3) 企业资源+人才积累；4) 内部研发优先级。我们认为全栈自研或不能成为大部分整车企业的出路，而对外合作等多方向布局有望成为更高投入产出比的选择。



1.4 生产：自建生产工厂，逐步改善产能爬坡和交付效率

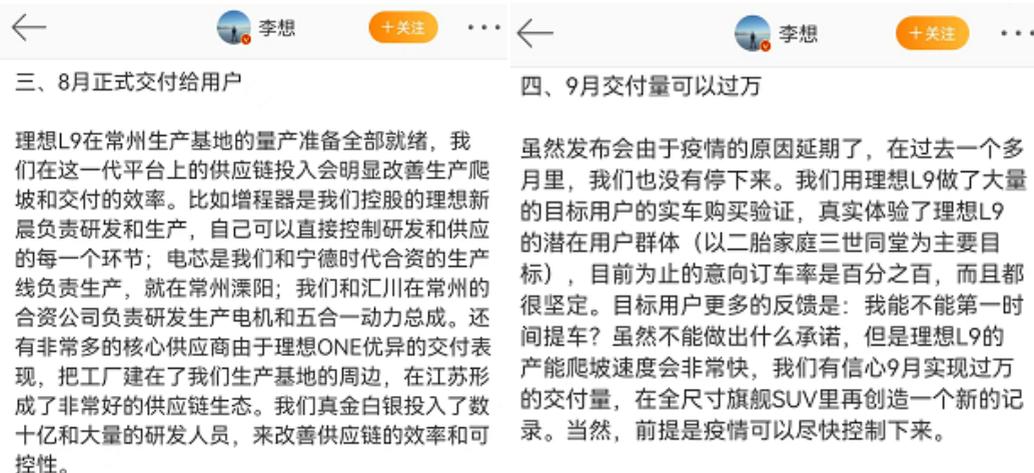
供应链与生产：目前理想自建常州工厂主要用于生产One与L9（X平台车型），新建的北京工厂预计23年投产，预计主要用于纯电平台Shark和Whale车型。其中，常州工厂预计今年达到20万辆年产能；北京工厂已于2021年10月开工，预计2023年投产，一期产能10万辆/年；25年或在重庆落地第三座工厂，进一步扩张产能。

- 因为疫情延后了L9的发布与交付，但是李想在微博上表示供应链效率和可控性的投入将会显著改善生产爬坡和交付效率，预计L9在9月交付量过一万。

图：常州工厂



图：李想微博置顶：8月交付，9月交付量过万，产能爬坡会更效率



图：北京工厂（预计2023年投产）



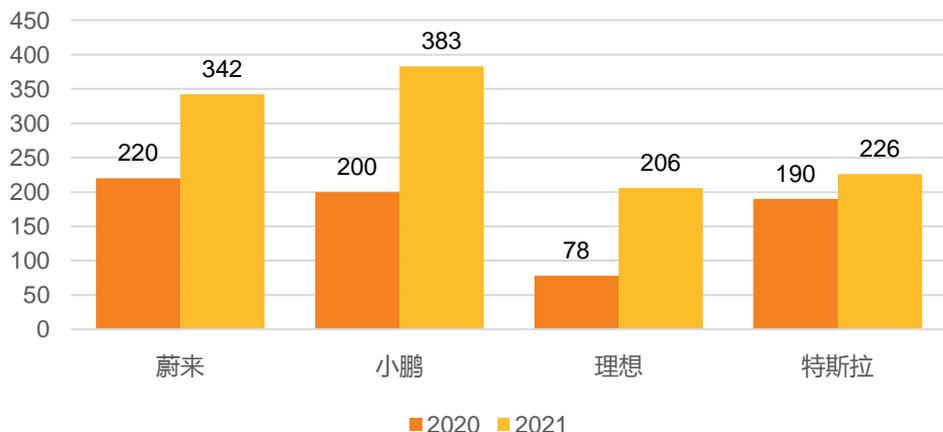
1.5 渠道销售：效仿Tesla坚持直营模式，具备高效的销售和服务网络，门店稳步扩张

理想坚持直营模式，虽然目前在门店扩张数量上落后于蔚来、小鹏，但是在单店效能上有较大幅度优势：截至2022年1月31日，理想在105个城市拥有220家零售店，在204个城市拥有276家维修中心和理想汽车授权的汽车维修和保养门店。我们认为理想单店效能会持续领先，除了已经验证其注重经营效率带来的结果，理想旗下车型为统一配置，用户选配的内容主要为车体颜色、内饰颜色、轮毂等；这种统一配置模式更契合如今新势力中通用的APP线上购车模式。

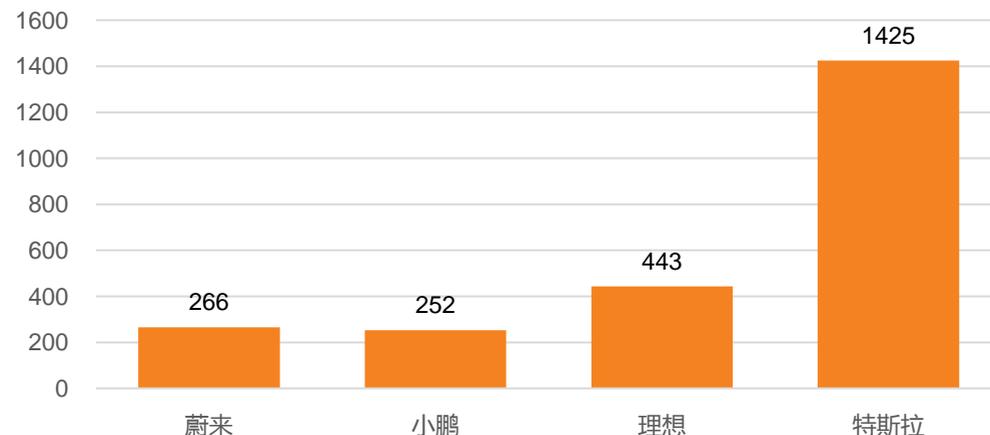
- 理想线下零售门店选址聚焦于购物中心，而非中心商业区或地标性建筑；其一原因是购物中心更好的面向目标用户，二是因为零售门店构造较为简单，适合在购物中心里开展业务：平均展示2台理想One（不同配色/轮毂等）。



图：新势力20-21年门店数量变化/家



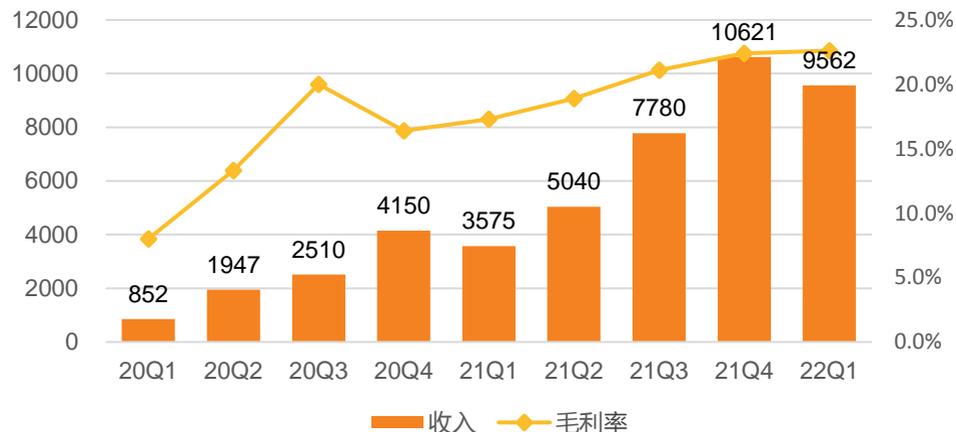
图：21年新势力单店效能对比（台/年）



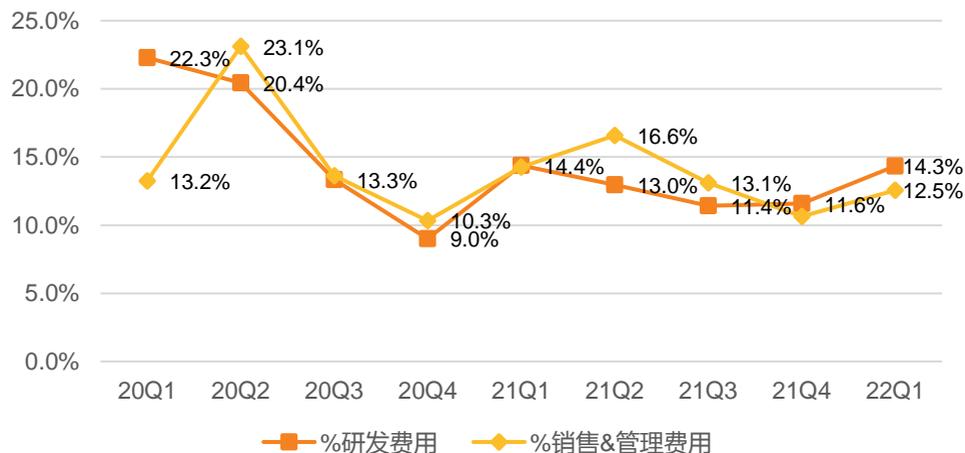
1.6 财务数据：毛利率持续增长，有望今年Ebitda转正实现盈利

在理想展现出较强的成本管理和生产力爬坡情况下，规模效应逐步展现，毛利率有显著上升趋势，费用率则缓慢下滑。理想经营利润在21Q4首次转正，在ASP、毛利、费用均展露较好趋势的情况下，我们乐观预测有望今年Ebitda转正实现盈利。

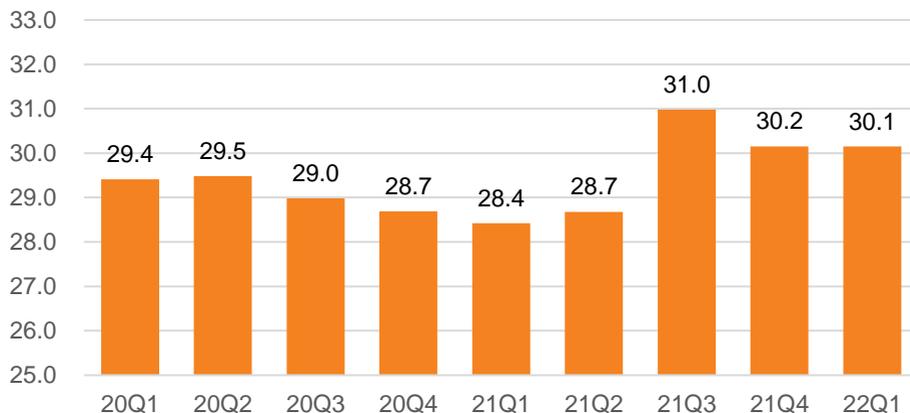
图：理想汽车收入&毛利率（百万rmb）



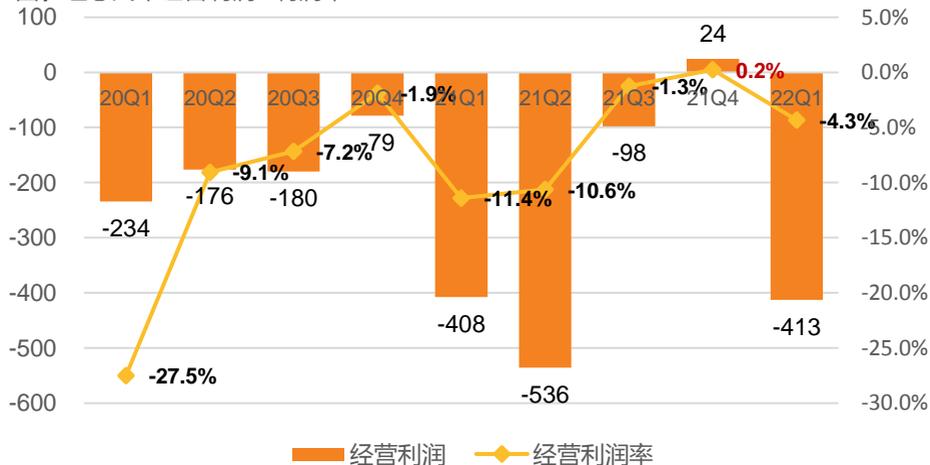
图：理想汽车费用率



图：理想汽车ASP（万rmb）



图：理想汽车经营利润&利润率



目录

1. 理想汽车战略图谱：车型、技术、生产

2. 理想产品的竞争力：如何看L9带来的增量

3. 风险提示

2.1 从理想的竞争力看L9和未来产品图谱带来的增量

结论：我们认为L9延续甚至扩大了理想ONE成功背后的竞争力，即创造一个新的细分市场，以及对应的用户需求；**我们看好L9产能爬坡后的销量高速增长，我们预计23E/24E销量达到8/10万辆。**我们对L9延续ONE成功的产品力和市场反馈持乐观态度，但认为供应链环节或限制交付的增长速度（如各类零部件以及双英伟达Orin双高通8155芯片供应），在供应链管理和整车产业链上仍需更紧密跟踪与验证。

理想产品竞争力的剖析：理想的产品力已有验证，其产品竞争力也从多维度有所体现 - 定价、目标用户定位（家庭用户）、中大型SUV定位（大空间）、智能化（智能座舱+智能驾驶）等。从单一维度去看，理想ONE在各维度都具备其优势但并不是行业内最突出的车型；但是从结论看理想21年位居中大型SUV销量第一，新能源SUV销量第三，仅次于特斯拉Model Y和更低定价的比亚迪宋PLUS（目标用户属于15-20万区间）。ONE的成功与其产品展现出来的竞争力是多维度因素相结合后碰撞出来的结果，综合来看，ONE创造了一个新的细分市场：**聚焦家庭用户的30-35万的中大型豪华新能源SUV（车长5m+轴距3m）。**

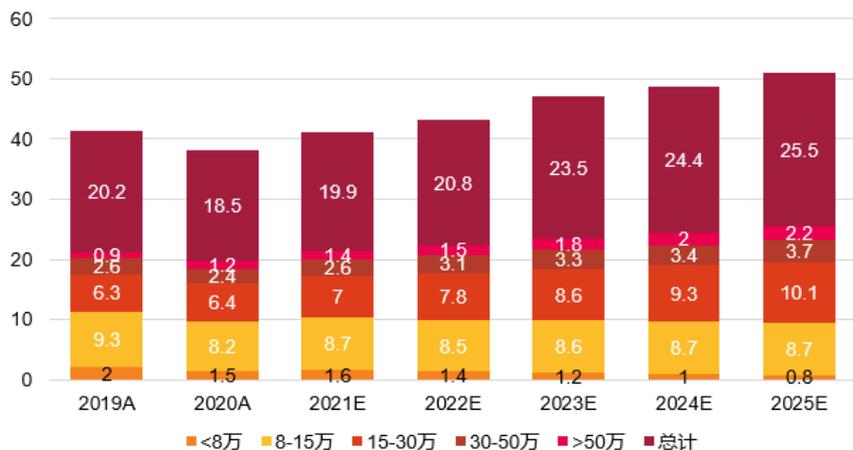
➢ 例如更大的车比ONE贵，更智能化的车没ONE大，同价位的车比ONE小等；**在这个新的细分市场，理想ONE展现出极强的产品力和用户认可，目前有力竞争对手较少。这是我们认为理想ONE成功背后的核心，也是理想产品的战略要点。**

理想如何创造新细分市场 and 对应需求？

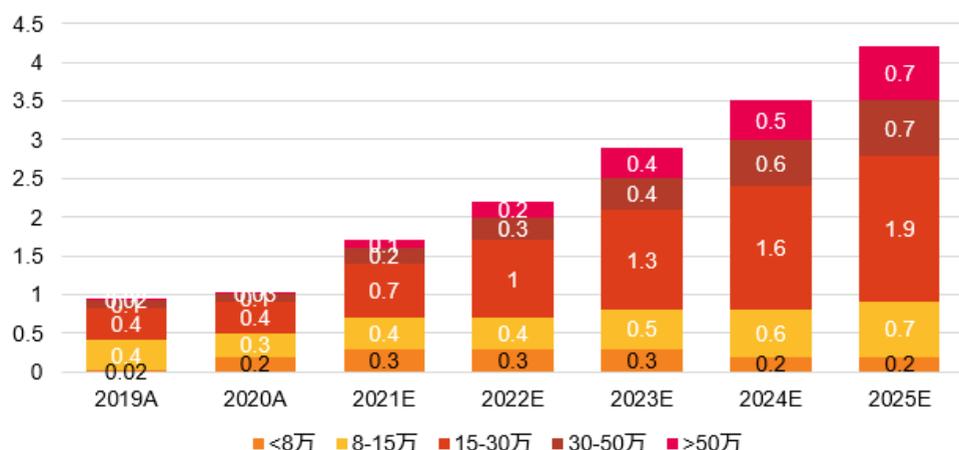
1) **定位家庭：**“创造移动的家，创造幸福的家。”对应的分别是续航（移动），安全+智能化（幸福），空间（家庭）。

2) **强成本管理能力：**简单直接地从定价和SUV尺寸上构造了一个新的细分市场，例如：34万的中大型豪华SUV，和46万的全尺寸中大型SUV。

图：2019-2025E分价格区间中国乘用车销量（百万辆）



图：2019-2025E分价格区间中国电动汽车销量（百万辆）



2.2 理想ONE如何兑现家庭定位：续航（移动）、空间（家庭）、安全+智能化（幸福）

续航：40.5kWh电池组，续航188公里；增程系统发电，续航892公里；综合续航超1000公里，满足家庭出行需求，且可油可电。能源效率为每100公里6.5升或者17.7千瓦时（对比油车降低出行成本）。0-100km/h加速6.5s，在中大型SUV中拥有出色动力。

空间：长5030mm，轴距2935mm，在三排六座的布局下能提供充裕的头顶和腿部空间。

安全+智能化：1) 安全：全车采用钢铝混合架构车身，在21年1月发布的C-IAI指数发布的评测结果中，理想在车内乘员安全指数、车外行人安全指数以及车辆辅助安全指数上都获得了G（优秀）评价，耐久性和维修经济性指数评级虽为M（一般）但在测试的SUV中已处于较高水平。

2) 智能座舱：前排三连屏+中控屏共4个可交互屏幕、语音交互、4个标配电动按摩/加热座椅等。

3) 智能驾驶：理想AD辅助驾驶系统，标配自适应巡航、自动紧急制动、自动泊车等功能；除了减轻用户在高速路上的驾驶负担，在车辆辅助安全指数评级上也获得了优秀的评价。

图：理想ONE智能座舱交互屏



图：理想ONE 三排六座内饰布局



2.3 理想的强成本管理能力：定价和定位形成的“性价比”竞争力

定价+定位形成的独特产品竞争力：中型-中大型SUV定价在20-100万区间，理想处于低价区间；而在产品定位对比上，轴距+车长属于较高区间（如右图所示）。这样的反差让理想处于一个独特的竞争地位，比他便宜的车没他大，别他大的车没他便宜。

竞争对手：1) 在30-40万SUV车型对比中，理想销量排名第四，次于宝马X1、丰田汉兰达、特斯拉Model Y，略高于奥迪Q3等热门SUV车型。对比销量前三名，理想具备更大的空间（更长轴距和车长）；2) 在中大型SUV对比中，理想销量弱于宝马、奥迪、奔驰、特斯拉等头部车企，但是定价却是低于他们约8-10万水平，在销量增长上尚有提升空间；3) 在新能源车型中，在定价和轴距上Model Y都形成理想的最大竞争对手，这两款车都对30-35万元区间，但是轴距低于2800mm的车型形成较强竞争地位（21年销量验证）。

中大型SUV（同级别：长5m，轴距3m左右）价格和销量对比			
品牌	车型	定价/万元(升序)	2021年销量
别克	昂科旗	30-36	33601
大众	途昂	30-41	54589
福特	探险者	31-40	28586
特斯拉	model Y	32-42	200131
理想	理想ONE	34.98	90491
宝马	宝马X3	40-48	128961
奥迪	奥迪Q5L	40-49	134624
凯迪拉克	凯迪拉克XT6	39-55	37998
奔驰	GLC	41-48	140049
林肯	飞行家	51-76	14256
宝马	X5	60-78	54795
奔驰	GLE	70-87	51408
特斯拉	Model X	94-100	464

30-40万SUV轴距（大小）和销量对比				
品牌	车型	轴距/mm(升序)	官方指导价/万元	2021年销量
宝马	宝马X2	2670	29-32	23300
奥迪	奥迪Q3	2680	29-36	81173
林肯	冒险家	2711	25-35	45779
奔驰	GLA	2729	27-33	33135
凯迪拉克	凯迪拉克XT4	2779	26-35	47521
宝马	宝马X1	2780	28-33	93920
丰田	汉兰达	2790	26-35	107733
本田	UR-V	2820	25-33	29412
本田	冠道	2820	22-33	40066
比亚迪	唐EV	2820	21-34	50075
奔驰	GLB	2829	30-35	53809
福特	锐界	2850	23-31	31091
凯迪拉克	凯迪拉克XT5	2857	33-45	52977
别克	昂科旗	2863	30-36	33601
雪佛兰	开拓者	2863	23-33	7427
特斯拉	model Y	2890	32-42	200131
蔚来	蔚来ES6	2900	37-54	41474
埃安	Aion LX	2920	23-47	1003
理想	理想 ONE	2935	34.98	90491
大众	途昂	2980	30-41	54589
福特	探险者	3025	31-40	28586

2.3 理想L9在45-50万的价位区间，将ONE的竞争优势进一步扩大

理想ONE

续航

- 40.5kWh电池组，续航188公里；
- 综合续航超1000公里，可油可电；
- 能源效率为每100公里6.5升或者17.7千瓦时；
- 0-100km/h加速6.5s

空间

- 长5030mm，轴距2935，三排六座

智能座舱

- 前排三连屏+中控屏共4个可交互屏幕；
- 语音交互；
- 4个标配电动按摩/加热座椅等
- 12扬声器Hi-Fi音响
- 高通骁龙820A芯片

智能驾驶

- 两颗地平线征程3芯片，约10TOPS+算力
- 800万像素感知摄像头 + 环视摄像头x4等



理想L9

- 44.5kWh三元锂电池组，续航215公里；
- 综合续航超1315公里，可油可电；
- 能源效率为每100公里5.9升；
- 0-100km/h加速5.3s

- 长5218mm，轴距3105，三排六座

- 5个可交互屏幕，尺寸更大；
- 语音+手势交互（6麦克风+3DToF传感器）；
- 6个标配电动按摩/加热/通风座椅
- HUD + 抬头显示
- 21扬声器、杜比全景声，最大功率2160瓦
- 双高通骁龙8155芯片

- 两颗英伟达Orin-X处理器，508TOPS算力
- 800万像素感知摄像头x6 + 环视摄像头x4等
- 128线激光雷达x1



2.4 理想L9：智能座舱内饰以及功能创新

图：理想L9智能座舱内饰



图：理想L9主驾驶屏幕和抬头显示



安全直观的驾驶员交互

- 大尺寸的高清HUD
- 采用多点触控技术的安全驾驶交互屏

图：第二排的15.7英寸OLED屏幕，可用于看电影与打游戏



创新的后舱家庭娱乐屏

- 15.7英寸OLED屏
- 支持电动开启/关闭/角度调节

图：理想L9的沉浸式影音系统



4D沉浸式影音系统

- 21扬声器7.3.4音响布局
- 杜比全景声（Dolby Atmos）
- 功放最大功率2160瓦
- 第二排座椅4D振动单元

图：理想L9手势交互功能



首创三维空间交互

- 语音手势融合交互
- 理想同学多屏响应
- 六音区识别
- 全车自由对话

2.4 L9所创造的新细分市场，未看到有力竞争对手，产品的成功仍需对应的市场需求验证

如同ONE的产品战略，L9再次创造了一个新的细分市场，但是这一次并未看到有力竞争对手：**聚焦家庭用户的45-50万的全尺寸豪华新能源SUV（车长5.2m+轴距3.1m）。**

在此细分市场两个维度综合去看，**L9并未具备在价格、空间、智能化程度上均相仿的竞争对手：**

1) **定位家庭：**续航（移动），安全+智能化（幸福），空间（家庭）。

2) **强成本管理能力：**从同价位（40-50万）的SUV去对比，L9是唯一一辆全尺寸定位，具备较大幅度超过竞品的车内空间；从同定位（全尺寸轴距3100mm+）的SUV对比，L9的定价低于竞品平均定价约50-100万。

L9所创造的新细分市场在车内空间上对标全尺寸SUV如奔驰GLS、宝马X7等；在定价上对标的是中大型SUV如奥迪Q5L、宝马X3等；在智能化和新能源上对标特斯拉Model X和蔚来ES8等。同时对标三块SUV细分赛道，但L9的核心客户群体仍是40-50万。

综合考虑价格、空间、智能化以及ONE已验证的产品力，我们认为L9会延续理想产品战略所构造的独特竞争力，成为40万+车型中的热门产品。

40-50万SUV轴距（大小）和销量对比				
品牌	车型	轴距/mm(升序)	官方指导价/万元	2021年销量
雷克萨斯	雷克萨斯NX	2690	32-55	36470
路虎	揽胜极光新能源	2841	44.58	127
林肯	航海家	2850	33-48	27263
凯迪拉克	凯迪拉克XT6	2863	40-55	37998
宝马	宝马X3	2864	40-48	128961
蔚来	蔚来 EC6	2900	38-54	29905
蔚来	蔚来 ES6	2900	37-54	41474
奥迪	奥迪Q5L	2907	40-49	134624
奔驰	奔驰GLC	2973	41-48	140049
红旗	红旗HS7	3008	28-46	15083
蔚来	蔚来ES8	3010	48-63	20050
理想	理想L9	3105	45-50	-

全尺寸SUV（轴距3100+）				
品牌	车型	轴距/mm	官方指导价/万元	2021年销量
奔驰	GLS	3135	107-133	15645
宝马	宝马X7	3105	100-170	11108
北京越野	北京BJ90	3100	100-129	1563
凯迪拉克	凯雷德ESCALADE	3071	108-169	-
林肯	领航员	3112	110-130	3576
路虎	路虎揽胜(进口)	3197	123-328	12197
特斯拉	Model X	2965	94-100	464
理想	理想L9	3105	45-50	-

2.5 L9销量预测：高订单数 + 高效产能爬坡能力，预计22年销量3万辆，长期稳固在10万辆

L9销量预测：根据已知的订单高速增长的趋势和李想对9月实现过万交付的信心，我们预测今年整体产能爬坡会较ONE更具效率，22E/23E对应销量预测为3万/8万辆，长期稳固在10万辆，占国内中大型+全尺寸SUV市场15-20%市占率。

- 我们认为L9和ONE差距11万的定价将会区分多数潜在用户，但仍有预计10-20%用户重合度，所以对ONE销量存在小幅影响。
- 我们预计25E理想在30-50万价位区间的市占率接近10%，在15-30万的市占率约为3%。



四、9月交付量可以过万

虽然发布会由于疫情的原因延期了，在过去一个多月里，我们也没有停下来。我们用理想L9做了大量的目标用户的实车购买验证，真实体验了理想L9的潜在用户群体（以二胎家庭三世同堂为主要目标），目前为止的意向订车率是百分之百，而且都很坚定。目标用户更多的反馈是：我能不能第一时间提车？虽然不能做出什么承诺，但是理想L9的产能爬坡速度会非常快，我们有信心9月实现过万的交付量，在全尺寸旗舰SUV里再创造一个新的记录。当然，前提是疫情可以尽快控制下来。



图：理想重点车型销量测算（注：按照纯电和增程对应的W、S和X平台对未来潜在车型进行命名）

		理想销量测算						
汽车销量，单位：千辆	车型上市时间	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
增程式 One	2019	1	33	90	120	120	120	120
增程式 L9	2022				30	80	100	100
纯电 W1	2023					40	80	100
纯电 S1	2023					40	80	100
增程式 X02	2023/2024					0	30	60
增程式 X03	2023/2024					0	30	60
纯电 W2	2024						30	60
纯电 S2	2024						30	60

2.6 高端车型产品力的持续验证将是品牌形象快速进步的基石，为后续产品图谱铺路

我们对理想的预期：通过中高端车型ONE和L9产品力的持续验证快速积累品牌口碑与树立品牌形象，为后续20-30万的车型以及纯电平台车型铺路。公司已验证的成本管理能力和其对产品准确的定位所创造的新细分市场或将会是评判后续车型是否成功，以及公司能否维持销量+收入的高增速的核心。

如何看理想的估值空间：

1) 为什么理想21年至今的平均PS倍数低于蔚来、小鹏约30-40%水平（虽然现已约持平）？

➢ 我们认为估值折价的核心原因在于市场对增程式未来空间的担忧。但是理想目前800V纯电高压平台已跟上行业和竞争对手脚步，且在自研自动驾驶领域有较快进展，所以我们不认为理想对比同行需要任何估值折价。

2) 从产品力角度为何更看好理想？

➢ 如报告前文提到，在目前硬件配置趋同 + 自动驾驶算法功能体验差距不大的情况下，智能座舱有望成为中短期车型差异化竞争的核心，智能座舱也是用户端体验差距最明显的胜负点。**理想ONE在智能座舱上的产品力有较好口碑，而L9在智能座舱上的迭代与升级对比竞品则树立了更显著的优势。**

3) 我们理解的P/S倍数背后的逻辑：

持续的高收入增长与潜力：单车型已验证，中短期看新产品L9和23年的纯电平台车型；高于同行且持续增长的Ebit Margin；**成本管理**能力已验证，单车毛利新势力排第二，仅次于Tesla。

PS未来增长空间：1) 纯电平台推出；2) 自研自动驾驶

目录

1. 理想汽车战略图谱：车型、技术、生产

2. 理想产品的竞争力：如何看L9带来的增量

3. 风险提示

3 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险**：科技+互联网巨头陆续布局造车 + 传统车企开始发力汽车智能化。
- 2) **供应链波动风险**：核心零部件和芯片供应紧缺导致销量增长不合预期；原材料价格持续上涨导致整车毛利不及预期，运营利润无法如期转正。
- 3) **纯电平台落地不及预期**：800V高压快充技术落地不及预期，纯电产品推出延后。
- 4) 自动驾驶政策落地不及预期。
- 5) **公司经营风险**：核心管理测与技术团队流失或自动驾驶团队招聘速度不及预期。
- 6) 文中测算具有一定主观性，仅供参考。

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