

# 理想汽车-W (02015.HK)

## 车型加速发布，现金充裕助力稳健前行

**2022Q2 收入超指引，经营稳健在手现金充裕。**公司 2022Q2 实现交付约 2.9 万辆，同比+63%，实现营收 87.3 亿元，同比+73%，超出此前指引。Q2 non-GAAP 归属普通股股东净亏损为 5.2 亿元，主要由疫情期间销量波动及公司增加研发及销售费用所致。Q2 公司仍维持自由现金流为正，为 4.5 亿元，其中经营活动现金流 11.3 亿元，资本开支 6.8 亿元，体现公司稳定的自我造血能力。公司在手现金充裕，抗风险能力强，截至 Q2 在手现金为 536.5 亿元。此外公司 6 月发布不超过 20 亿美金的 ATM 增发计划，截至 8 月 14 日，公司已增发 943 万股 ADS，募资 3.7 亿美元，公司计划后续依据市场情况持续进行股权融资，助力未来研发投入。公司 2022Q3 指引为销量 2.7-2.9 万台、营收 89.6-95.6 亿元，同增 15.3%-22.9%。

**L9 有望快速爬产，L8 发布或快于预期。车型端：**截至 8 月 1 日，L9 已确认订单超 3 万台，累计订单超过 5 万台。L9 计划于 8 月底交付，公司预计 9 月爬产有望过万，Q4 交付有望快速增长。此外，公司 L8 车型发布或快于预期，并缩短发布交付间隔，弥补理想 one 订单波动影响。2023 年，公司计划推出两款基于新增平台及纯电高压平台的新车型，其中包含一款下探至 20-30 万价格带的中型车。至 2025 年，公司预计将逐步布局 20-30/30-40/40-50 三个价格带，各至少打造一款有竞争力的纯电及增程产品。

**销售服务网络端，**即使受到疫情影响，公司仍计划稳健扩张门店。截至 2022 年 7 月，公司拥有 259 家零售中心，覆盖 118 个城市，并于 226 个城市运营 311 家售后维修中心及授权钣喷中心。

**Q3 毛利率或将承压，费用率后续预计维持稳定。毛利率端：**公司 2022Q2 毛利率为 21.5%，同比+2.6pct，环比-1.1pct。其中车辆销售毛利率为 21.2%，同比+2.5pct，环比-1.2pct，主要由于受疫情影响交付量下滑。我们预计公司 Q3 毛利率或将承压，一方面由于 L9 爬产初期毛利率较低，另一方面理想 ONE 交付下降及促销政策将拉低毛利率。预计 Q4 随 L9 爬产完成，毛利率有望快速恢复。**费用率端：**Q2 研发费用为 15.3 亿元，环比 Q1 增加 1.6 亿元，费用率 17.5%，环比+3.1pct，主要由于研发人员增长及新车型研发投入增加所致。预计公司今年将在智能化及纯电平台等方面持续投入，研发投入将持续增长。Q2 销管费用为 13.3 亿元，费用率 15.2%，环比+2.6pct，主要由于销售网络扩张所致，预计全年销管费用率将保持健康水平。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2025 年销量约 14/27/45/56 万辆，总收入达 475/889/1500/1748 亿元，non-GAAP 净利润为 0%/4.3%/6.6%/7.4%。

基于理想汽车在新势力梯队中出色的产品力、稳健的盈利能力，我们给予其目标市值约 2853 亿人民币，对应约 6x 2022e P/S，给予(2015.HK)171 港元目标价、(LI.O)约 44 美元目标价，维持“买入”评级。理想汽车 2020Q2 起自由现金流持续为正，基于其稳健的经营风格及较强的造血能力，我们预计公司 2025 年 non-GAAP 净利有望达 129 亿元，对应目标市值对应约为 22 倍 P/E，具备一定安全边际。

**风险提示：**车型研发及销售不及预期风险、上游零部件供应波动风险、智能驾驶技术迭代不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,457	27,010	47,548	88,862	150,017
增长率 YoY (%)	3,225	186	76	87	69
归属普通股股东净利	-792	-321	-1,965	1,948	8,051
归属普通股股东净利率	-8.4	-1.2	-4.1	2.2	5.4
Non-GAAP 净利润	-281	780	-82	3,820	9,922
Non-GAAP 净利润率	-3.0	2.9	-0.2	4.3	6.6
P/S(倍)	24	8.3	4.7	2.5	1.5
P/B(倍)	3.1	4.9	5.3	5.1	4.2

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 16 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
8月16日收盘价(港元)	122.90
总市值(百万港元)	256,194.63
总股本(百万股)	2,084.58
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.18

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

##### 分析师 刘澜

执业证书编号：S0680522030006

邮箱：liulan@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《理想汽车-W (02015.HK)：重磅车型 L9 发布，开启从 1 到 10 新征程》2022-06-22
- 2、《理想汽车-W (02015.HK)：Q1 收入超预期，短期交付波动长期仍“理想”》2022-05-11
- 3、《理想汽车-W (02015.HK)：用独特节奏，做爆款产品》2022-03-01



图表 1: 理想汽车核心预测: 年度

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总销量 (辆)	973	32624	90491	140403	274000	451000	560050
理想 ONE	973	32624	90491	88403	0	0	0
理想 L9	-	-	-	47000	105000	102000	76000
增程新产品	-	-	-	5000	164000	254000	228600
纯电产品	-	-	-	-	5000	95000	255450
总收入 (百万元)	284	9,457	27,010	47,548	88,862	150,017	174,774
车辆销售	281	9283	26128	46151	86283	145903	169712
服务及其他	3	174	881	1397	2578	4115	5061
毛利 (百万元)	0	1,549	5,761	9,618	19,570	34,310	40,448
车辆销售	1	1,519	5,373	9,167	18,721	32,955	38,782
服务及其他	-2	30	389	452	849	1354	1666
毛利率	0%	16%	21%	20%	22%	23%	23%
车辆销售	1%	16%	21%	20%	22%	23%	23%
服务及其他	-44%	17%	44%	32%	33%	33%	33%
销售及管理费用率	-242%	-12%	-13%	-13%	-10%	-9%	-8%
研发费用率	-411%	-12%	-12%	-14%	-11%	-10%	-8%
营业利润 (百万元)	-1,859	-669	-1,017	-3,371	335	6,374	12,529
营业利润率	-654%	-7%	-4%	-7%	0%	4%	7%
归母净利润 (百万元)	-3,282	-792	-321	-1,965	1,948	8,051	11,008
归母净利润率	-1154%	-8%	-1%	-4%	2%	5%	6%
EPS(Diluted) (元)	-12.9	-0.9	-0.2	-1.0	1.0	4.2	5.7
EPADS(Diluted) (元)	-25.7	-1.8	-0.3	-2.0	2.0	8.3	11.4
Non-GAAP 营业利润 (百万元)	-1,859	-527	84	-1,488	2,206	8,245	14,400
Non-GAAP 营业利润率	-654%	-6%	0%	-3%	2%	5%	8%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-2,012	-281	780	-82	3,820	9,922	12,879
Non-GAAP 归母净利润率	-708%	-3%	3%	0%	4.3%	6.6%	7.4%
Non-GAAP EPS(Diluted) (元)	-7.9	-0.3	0.4	0.0	2.0	5.1	6.7
Non-GAAP EPADS(Diluted) (元)	-15.8	-0.6	0.8	-0.1	4.0	10.3	13.3

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 理想汽车核心预测: 季度

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3E	22Q4E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
总销量 (辆)	25116	35221	31716	28687	28000	52000	47000	55000	76000	96000
理想 ONE	25116	35221	31716	28687	18000	10000	0	0	0	0
理想 L9	0	0	0	0	10000	37000	27000	26000	26000	26000
增程新产品	0	0	0	0	0	5000	20000	29000	50000	65000
纯电产品	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5000
总收入 (百万元)	7,775	10,620	9,562	8,733	9,734	19,520	15,824	17,831	24,276	30,931
车辆销售	7386	10376	9309	8484	9291	19068	15416	17354	23416	30097
服务及其他	389	245	253	249	443	451	408	477	860	833
毛利 (百万元)	1,812	2,380	2,164	1,878	1,675	3,901	3,349	3,921	5,403	6,897
车辆销售	1555	2314	2089	1796	1529	3752	3215	3764	5120	6623
服务及其他	116	62	75	82	146	149	134	157	283	274
毛利率	23%	22%	23%	22%	17%	20%	21%	22%	22%	22%
车辆销售	21%	22%	22%	21%	16%	20%	21%	22%	22%	22%
服务及其他	30%	25%	30%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
销售及管理费用率	-13%	-11%	-13%	-15%	-15%	-12%	-11%	-11%	-10%	-10%
研发费用率	-11%	-12%	-14%	-18%	-16%	-12%	-12%	-12%	-11%	-11%
营业利润 (百万元)	-98	24	-413	-978	-1,294	-686	-275	-38	184	464
营业利润率	-1%	0%	-4%	-11%	-13%	-4%	-2%	0%	1%	1%
归母净利润 (百万元)	-22	296	-11	-641	-960	-353	128	365	587	867
归母净利润率	0%	3%	0%	-7%	-10%	-2%	1%	2%	2%	3%
EPS(Diluted) (元)	0.0	0.1	0.0	-0.3	-0.5	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
EPADS(Diluted) (元)	0.0	0.3	0.0	-0.7	-1.0	-0.4	0.1	0.4	0.6	0.9
Non-GAAP 营业利润 (百万元)	259	415	75	-521	-821	-221	194	429	652	931
Non-GAAP 营业利润率	3%	4%	1%	-6%	-8%	-1%	1%	2%	3%	3%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	336	686	477	-183	-488	112	597	833	1,055	1,335
Non-GAAP 归母净利润率	4%	6%	5%	-2%	-5%	1%	4%	5%	4%	4%
Non-GAAP EPS(Diluted) (元)	0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7
Non-GAAP EPADS(Diluted)(元)	0.4	0.7	0.5	-0.2	-0.5	0.1	0.6	0.9	1.1	1.4

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com