

## 公司研究

## 3Q22E 毛利率或持续承压，9月L9有望如期破万辆

## ——理想汽车 (LI.O) 跟踪报告

## 要点

**2Q22 毛利率表现好于我们此前预期，Non-GAAP 亏损：**2Q22 交付量同比增长 63.2%/环比下降 9.6%至 2.9 万辆，总收入同比增长 73.3%/环比下降 8.7%至人民币 87.3 亿元，毛利率同比增加 2.6pcts/环比降低 1.1pcts 至 21.5%，Non-GAAP 归母净亏损同比扩大 146.3%至人民币 1.6 亿元 (vs. 1Q22 Non-GAAP 归母净利润约人民币 4.8 亿元)。我们判断，2Q22 行业受上海疫情/供应链影响；受益于理想增程定位+成本控制，2Q22 毛利率环比小幅微降，表现好于我们此前预期。

**2Q22 现金流充沛，经营费用率扩大：**1) 2Q22 汽车收入同比增长 73.0%/环比下降 8.9%至人民币 84.8 亿元 (ASP 同比增长 6.0%/环比微增 0.8%至人民币 29.6 万元)，整车毛利率同比增加 2.5pcts/环比降低 1.2pcts 至 21.2%。2) 2Q22 研发费用率同比增加 4.6pcts/环比增加 3.2pcts 至 17.5%，SG&A 费用率同比下降 1.4pcts/环比增加 2.6pcts 至 15.2%。3) 2Q22 自由现金流净流入约人民币 4.5 亿元，截至 2Q22 末的在手现金合计约人民币 536.5 亿元 (截至 2022/8/15，公司境外增发总募集资金约 3.7 亿美元)。管理层指引 3Q22E 交付量 2.7-2.9 万辆 (9 月 L9 交付有望上万辆)，总收入约人民币 89.6-95.6 亿元。

**3Q22E 毛利率或持续承压，L8 有望接力 One+L9 驱动爬坡：**我们预计 3Q22E 整车毛利率或环比回落，主要由于 1) 行业竞品车型增多+One 处于产品周期后期、叠加 L9 上市/试驾后的部分用户分流影响，预计 One 交付量承压/权益或将放大；2) L9 上市初期的毛利率或受费用摊销、以及空悬质保延长等影响。我们看好 4Q22E 国内新能源车冲量前景、以及理想产品结构改善 (L8 接力 One+L9) 驱动的交付量与毛利率爬坡。理想核心优势在于细节定义产品的车型定位 (家庭/增换购用户)、以及成本控制/经营效率。管理层指引，2023E 将有涵盖纯电/增程在内的两款全新车型上市。我们判断，如果理想可以破圈在一个全新的用户画像层上验证车型走量能力，那公司仍是中长期向上预期差最大的新势力之一。

**维持“增持”评级：**我们认为供应链/疫情风险或仍是影响交付量爬坡的核心。鉴于 One 权益放大+L9 空悬质保延期影响，我们下调 2022E Non-GAAP 归母净利润 26%至人民币 5.7 亿元。我们看好产品结构改善 (改款/新车型上市) 对应的销量爬坡；鉴于纯电动相比增程更高的 BOM 成本、供应链风险、以及经营费用或仍将持续扩大，我们下调 2023E/2024E Non-GAAP 归母净利润 26%/22% 至人民币 12.5 亿元/25.7 亿元。考虑到 L9 较强的大定转换、以及破万辆交付预期，上调目标价至 US\$36.83 (对应约 2.5x 2023E P/S)，维持“增持”评级。

**风险提示：**疫情反复，供应链持续紧缺风险；2H22E 销量爬坡与毛利率表现不及预期；L9 上市交付与爬坡不及预期；市场风险等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,457	27,010	43,425	102,452	143,299
营业总收入增长率	3225.5%	185.6%	60.8%	135.9%	39.9%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-281	780	572	1,249	2,571
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	-26.6%	118.2%	105.9%
Non-GAAP EPS (元, 摊薄)	-0.33	0.41	0.27	0.60	1.23
Non-GAAP ROE (归属母公司, 摊薄)	-0.9%	1.9%	1.2%	2.4%	4.3%
P/S	10.2	7.6	5.3	2.3	1.6
P/B	3.2	5.0	4.8	4.4	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-8-15 (1 美元=6.8 人民币)；注：1) 2019 股东权益为负；2) 每股 ADS 代表 2 股 A-Class 普通股；3) 预计 2022E-2024E 约 20.9 亿普通股

## 增持 (维持)

当前价/目标价：32.56/36.83 美元

## 作者

分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

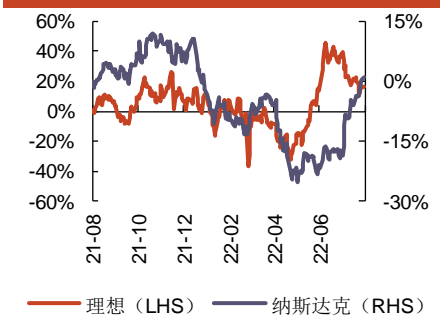
021-52523852

niyj@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股, 普通股)	20.85
总市值(亿美元):	339
一年最低/最高(美元):	16.86/41.49
近 3 月换手率:	143.68%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.0	43.0	42.0
绝对	-15.3	39.1	17.7

资料来源：Wind (数据截至 2022/8/15)

## 相关研报

《智能电动新势起，万类霜天竞自由——造车新势力行业深度报告》	2020-12-18
《毛利率仍有望保持稳定，看好家庭用户细分市场定位——理想汽车 (LI.O) 跟踪报告》	2022-02-28
《2Q22E 或为全年毛利率低点，看好 2H22E 边际改善前景——理想汽车 (LI.O) 跟踪报告》	2022-05-11

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,457	27,010	43,425	102,452	143,299
营业成本	-7,907	-21,248	-33,500	-79,759	-114,066
毛利润	1,549	5,761	9,924	22,693	29,234
研发费用	-1,100	-3,286	-6,172	-11,694	-14,330
销售行政及管理费用	-1,119	-3,492	-6,549	-13,743	-16,430
经营利润 (损失)	-669	-1,017	-2,797	-2,745	-1,527
其他收益 (损失)	480	865	1,520	2,049	2,866
税前利润 (损失)	-189	-153	-1,278	-696	1,339
净利润 (损失)	-152	-321	-1,154	-591	1,540
归母净利润 (损失)	-792	-321	-1,154	-591	1,540
Non GAAP 归母净利润 (损失)	-281	780	572	1,249	2,571

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	36,373	61,849	68,432	78,814	85,944
流动资产	31,391	52,380	52,250	51,216	52,128
库存	1,048	1,618	1,062	1,392	1,650
应收账款	116	121	227	456	499
现金及其等价物	10,173	30,493	27,718	24,586	22,828
短期投资	19,701	19,668	23,000	24,000	26,500
其他流动资产	354	481	243	781	652
非流动资产	4,982	9,468	16,182	27,599	33,815
固定资产	2,479	4,498	13,492	22,676	29,931
无形资产	683	751	693	697	693
其他非流动资产	1,820	4,219	1,996	4,225	3,191
总负债	6,570	20,785	20,493	26,712	26,772
无息负债	0	0	2,000	3,500	3,650
有息负债	6,570	20,785	18,493	23,212	23,122
夹层权益合计	0	0	0	0	0
股东权益	29,804	41,064	47,938	52,102	59,172

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,140	8,340	1,989	1,328	3,851
净利润（净损失）	-152	-321	-1,154	-591	1,540
折旧与摊销	321	590	895	1,046	1,534
净营运资金增加	3,068	6,616	2,040	669	499
其他	-97	1,456	208	205	278
投资活动现金流	-18,738	-4,257	-11,977	-11,460	-11,559
资本性支出	-675	-3,445	-8,530	-10,335	-8,935
其他	-18,063	-813	-3,447	-1,125	-2,624
筹资活动现金流	24,711	16,710	6,713	7,000	5,950
股票/可转债等融资	3,685	5,104	0	0	0
借款增加	-	600	6,713	7,000	5,950
少数股东资金注入、以及其他	21,026	11,006	0	0	0
现金及等价物净增加额	9,113	20,793	-3,275	-3,132	-1,758

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE