港股新势力整车 Q4 业绩前瞻

证券研究报告
2023 年 02 月 17 日

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

理想汽车 — L 系列车型爆款已验证，规模效应在毛利/利润端开始展露

整体业绩前瞻 – 22Q4 收入市场预期小幅上调，Non-gaap 利润较大幅度上调：收入在新平台车型上线后维持高增长，Non-gaap 净利润加速转正。

截至 2 月 15 号，彭博一致预期 22Q4 收入 176 亿元，同比 66%；毛利率回升至 21.6%（Q3 因为理想 ONE 存货拨备以及车零买卖承诺损失，毛利下滑至 12.7%），Non-gaap 净利润一致预期 3.74 亿元。相较于 12 月彭博一致预期，22Q4 收入小幅上调 1%，毛利从 20%上调至 21.6%，Non-gaap 净利润则从 2.7 亿较大幅度上调至 3.7 亿元，上调 37%。

销量情况 - Q4 整车市场因疫情显颓势，理想 Q4 共交付 46319 台，L 系列爆款已验证：12 月理想交付量 21233 台，符合此前公司给下的 2.0-2.3 万台的指引，同时创公司最高单月交付记录，也是新势力整车中最快实现单月交付超过 2 万的品牌。新车型 L9 和 L8 自 Q4 上线以来分别**创下 9-12 月中国大型 SUV 销量冠军和 12 月中大型 SUV 销量冠军，爆款现象的背后是强大产品力和品牌力的支撑**，验证我们去年 7 月深度报告中的观点。详见《理想汽车-从 One 和 L9 的产品产略看理想未来双平台的增量》。**Q4 来自理想新车型销量的高增速同样验证了其产能爬坡能力与较强供应链管理能力。**

盈利情况 – 预计 Q4 毛利回升，在新车型上线后首个季度即实现 Non-gaap 盈利：我们预计 L9 在新平台和 46 万的价格带基础上具备更高的毛利空间，随着 L9&8 的高效产能爬坡，毛利有望快速恢复至此前水平 21%，展望 23e 还有持续提升的空间。**我们预计总费用为 39.1 亿元，同比增长 66%；其中研发费用为 20.7 亿元，同比增长 68%；销售费用的增长来自于新门店以及新车型的推出，预计 18.4 亿元，同比增长 61%。**我们预计 23 年理想仍会加大研发端的投入，预计投入超过 100 亿元的研发费用，销售费用端因为新车型和门店会持续增长，但销售费用率或呈下降趋势。

23 年展望：理想于 2 月 8 号正式发布 L7，三个配置 air、pro、max 完整覆盖 30-40 万的价格区间，中大型 5 座 suv 定位于更年轻的 2-3 口之家的消费群体。基于 L9&8 在 22Q4 的爆款表现，我们看好 L7 或能成为中大型 5 座 SUV 空间&智能化的天花板车型之一，预计 23e 销量 10-12 万台，单月销量破万；L9&L8 我们预计 23e 整年销量为 16 万台左右，单月销量 1.2 万~1.4 万；**整体 23e 理想销量我们预计 26~28 万台，对应收入增速破百，同时随着 x 平台新车型 L9、L8、L7 的规模效应或能实现整年 Non-gaap 净利润转正。**

行业展望与判断 - 我们看好新势力整车中短期来自于 Beta 的反弹，主要关注点为政策、流动性、疫后复苏等带来的变化；**今年来自于基本面的拐点我们认为主要分两个阶段去看，第一个是来自春节后的新车型订单，**即疫情缓解后消费者的购车需求是否稳固，Q1Q2 有望看到大量新车型的发布与落地；**第二个则是 Q3 后，随着新车产能爬坡的规模效应，或带来的利润端的改善。**

投资建议：我们看好理想汽车的成长性与随着规模效应率先展露出来的盈利能力，认为理想拥有稳固且竞争力强的产品图谱、更好的成本管理能力。在疫后复苏、消费与经济缓慢恢复和可能的地方政策落地刺激需求的背景下，公司今年有望呈现出高于去年的增速，且盈利能力或随规模效应不断改善。建议紧密关注理想今年三款车型的订单、销量和产能爬坡，建议关注理想汽车。

风险提示：汽车售价波动导致的毛利风险；今年新车型不及预期；今年新能源行业与政策不及预期等

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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com