

买入

2024年4月24日

多部门组织架构调整，聚焦用户价值

- 公司交付指引调整：**由于新车销售订单不及预期，公司预计Q1车辆交付量为7.6万辆-7.8万辆，全年销量调整为56万辆-64万辆，增长率为50%-70%，预计此次交付下调不会对Q1及全年毛利率产生影响。我们判断24年依然是“增程大年”，24年改款L系列及新发布产品L6依然是销售主力，L6Pro售价24.98万，Max售价27.98万，产品配置丰富，4月将开启小批量交付，目前理想产品已覆盖所有家庭规模，增程平台常州工厂储能储备充足。
- 3月交付量符合修正预期：**公司3月交付汽车2.90万辆，同比增长39.2%，环比增长43.1%，主要受到汽车销售市场季节性销量回升以及车型产品种类增加影响。理想汽车Q1交付量为8.04万辆，符合修正后指引，MEGA发布后公司整体车型市占率变化不大，未来销售投入会逐渐回归到增程产品上。
- 矩阵组织升级，回归用户价值：**公司及时调整组织架构，强调回归用户价值，提升经营效率，其中CEO办公室正式更名为“产品与战略群组”，聚焦产品与战略，弱化供应链、商业销售职能，并正式新设立GTM (Go to Market) 团队，负责协同新产品上市操盘计划的落地，为市场结果负责。产品线部门职能包括车型全生命周期操盘，收集汇总各方信息，开发阶段与研发供应团队配合，上市阶段与销售端、供应团队配合。此举标志着理想汽车在管理层面上已快速行动，为后续产品的产品定义、用户体验、生产管理提供有利保障。
- 目标价 45.61 美元/178.59 港元，买入评级：**我们预测公司2024-2026年的销量分别达到63万辆、93万辆、107万辆，收入分别为2018亿元、2668亿元和3061亿元，归母净利润分别为112亿元、189亿元和239亿元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC11%，永续增长率3%，求得合理股价应为45.61美元/178.59港元，较现价有83.10%/81.59%的上涨空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

唐伊莲

852-25321539

Alice.tang@firstshanghai.com.hk

金焯

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

| | |
|---------|---------------------------------------|
| 行业 | 新能源汽车 |
| 股价 | 24.91 美元/98.35 港元 |
| 目标价 | 45.61 美元/178.59 港元 (83.10%/81.59%) |
| 股票代码 | LI.O/2015.HK |
| 已发行股本 | 10.61 亿股 |
| 总市值 | 264.30 亿美元 |
| 52 周高/低 | 47.33 美元/21.48 美元 |
| 每股账面值 | 10.41 美元 |
| 主要股东 | 李想 23.17% |
| | 美团 12.88% |
| | 王兴 6.30% |
| | Rainbow Six Limited 3.89% |
| | BlackRock, Inc. 2.70% |

盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 2022财年 | 2023财年 | 2024财年 | 2025财年 | 2026财年 |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 收入(百万元) | 45,287 | 123,851 | 201,787 | 266,810 | 306,117 |
| 变动(%) | 68% | 173% | 63% | 32% | 15% |
| 归母净利润(百万元) | -684 | 11,673 | 11,188 | 18,937 | 23,881 |
| 变动(%) | 18% | 1806% | -4% | 69% | 26% |
| 摊薄后每股盈利(元) | -1.04 | 5.55 | 4.55 | 7.60 | 9.40 |
| 变动(%) | -498% | 635% | -18% | 67% | 24% |
| 市盈率@24.91美元 | N/A | 32.5 | 39.6 | 23.7 | 19.2 |
| 每股股息(美元) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

图表 1：DCF 估值模型

| | 高速成长期 | | | | | 稳定成长期 | | | | | 永续期 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 假设 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
| (百万元) | | | | | | | | | | | |
| CFO | 50,694 | 14,223 | 42,005 | | | | | | | | |
| 自由现金流增长率 | | 83.7% | 273.9% | 30.0% | 23.0% | 15.0% | 15.0% | 10.0% | 7.0% | 5.0% | 3.0% |
| 自由现金流量 | 44,186 | 7,223 | 27,005 | 35,117 | 43,208 | 49,690 | 57,143 | 62,857 | 67,226 | 70,574 | 72,691 |
| 折合至2023年的现金流量 | 44,186 | 6,508 | 21,918 | 25,677 | 28,463 | 29,488 | 30,551 | 30,276 | 29,171 | 27,589 | 355,208 |
| 永续期折现值 | | | | | | | | | | | 935,895 |

| | |
|-------|--------|
| WACC | 11.00% |
| 长期增长率 | 3.00% |

| Valuation | |
|----------------|---------|
| 现金流折现 | 629,035 |
| 减：净金融负债 | -77,782 |
| 减：少数股东权益+合伙人权益 | 60,903 |
| 股本价值（百万人民币） | 645,915 |
| 人民币兑美元汇率 | 7.20 |
| 股本价值（百万美元） | 89,753 |
| 股本数量（预期） | 1,968 |
| DCF法之每股价值（美元） | 45.61 |
| DCF法之每股价值（港元） | 178.59 |

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

| 损益表 | | | | | |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 人民币百万, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 主营业务收入 | 45,287 | 123,851 | 201,787 | 266,810 | 306,117 |
| - 主营业务收入成本 | 36,496 | 96,355 | 162,646 | 216,255 | 245,677 |
| 毛利 | 8,790 | 27,497 | 39,141 | 50,555 | 60,440 |
| 营业开支 | 12,445 | 20,354 | 29,259 | 32,017 | 36,734 |
| - 销售及一般行政管理 | 5,665 | 9,768 | 15,134 | 16,009 | 18,367 |
| - 研究与开发 | 6,780 | 10,586 | 14,125 | 16,009 | 18,367 |
| 营业利润 | -3,655 | 7,407 | 9,882 | 18,537 | 23,706 |
| - 利息支出 | -106 | -86 | -108 | -138 | -136 |
| - 营业外亏损净额 | 1,602 | 3,131 | 2,891 | 3,109 | 3,898 |
| 税前利润 | -2,159 | 10,452 | 12,664 | 21,508 | 27,468 |
| - 所得税支出 | 127 | 1,357 | -1,266 | -2,151 | -2,747 |
| 净利润 | -2,032 | 11,809 | 11,188 | 18,937 | 23,881 |
| 净利润率 | -4% | 10% | 6% | 7% | 8% |
| Non-gaap净利润 | 21 | 14,188 | 13,206 | 21,072 | 26,330 |
| Non-gaap净利润率 | 0% | 11% | 7% | 8% | 9% |
| 主营业务增速 (%) | 68% | 173% | 63% | 32% | 15% |

| 资产负债表 | | | | | |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 人民币百万, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金 | 38,478 | 91,329 | 99,105 | 127,294 | 158,004 |
| 应收账款 | 48 | 144 | 156 | 207 | 237 |
| 存货 | 6,805 | 6,872 | 11,543 | 15,348 | 17,436 |
| 其他流动资产 | 21,661 | 16,181 | 16,393 | 16,616 | 16,851 |
| 总流动资产 | 66,992 | 114,526 | 127,198 | 159,465 | 192,528 |
| 固定资产 | 11,188 | 15,745 | 20,057 | 31,619 | 38,927 |
| 无形资产 | 833 | 864 | 864 | 864 | 864 |
| 长期投资 | 1,484 | 1,595 | 1,595 | 1,595 | 1,595 |
| 总资产 | 86,538 | 143,467 | 154,507 | 198,336 | 238,707 |
| 应付账款 | 20,024 | 51,870 | 49,017 | 65,173 | 74,040 |
| 短期银行贷款 | 391 | 6,975 | 8,949 | 10,721 | 12,139 |
| 其他短期负债 | 26,982 | 65,767 | 62,914 | 79,070 | 87,937 |
| 总流动负债 | 27,373 | 72,743 | 71,863 | 89,791 | 100,076 |
| 长期银行贷款 | 9,231 | 1,747 | 5,978 | 7,161 | 8,109 |
| 其他负债 | 4,748 | 8,402 | 8,402 | 8,402 | 8,402 |
| 总负债 | 41,352 | 82,892 | 86,243 | 105,355 | 116,587 |
| 总股东权益 | 45,186 | 60,575 | 71,553 | 90,071 | 113,112 |

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

| 财务分析 | | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 人民币百万, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 19% | 22% | 19% | 19% | 20% |
| EBITDA利率 (%) | -5% | 8% | 6% | 8% | 9% |
| 净利率 (%) | -4% | 10% | 6% | 7% | 8% |
| 营运表现 | | | | | |
| 行政管理与销售费用/收入 (%) | 13% | 8% | 8% | 6% | 6% |
| 研究和开发费用/收入 (%) | 15% | 9% | 7% | 6% | 6% |
| 实际税率 (%) | -6% | 13% | -10% | -10% | -10% |
| 财务状况 | | | | | |
| 总负债/总资产 | 48% | 58% | 56% | 53% | 49% |
| 收入/净资产 | 52% | 86% | 131% | 135% | 128% |
| 经营性现金流/收入 | 16% | 41% | 7% | 16% | 14% |
| 税前盈利对利息倍数 | -221% | 502% | 438% | 692% | 705% |

| 现金流量表 | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 人民币百万, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | -2,032 | 11,809 | 11,188 | 18,937 | 23,881 |
| 折旧和摊销 | 1,214 | 1,995 | 2,572 | 3,438 | 4,692 |
| 库存 | -5,920 | -13 | -50 | -30 | 237 |
| 其他 | 14,119 | 36,902 | 514 | 19,660 | 12,953 |
| 营运活动现金流 | 7,380 | 50,694 | 14,223 | 42,005 | 41,764 |
| 购买、处置物业、厂房及设备 | -5,128 | -6,507 | -7,000 | -15,000 | -12,000 |
| 购买长期投资 | -714 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动 | 763 | 6,495 | 0 | 0 | 0 |
| 借款变化 | -661 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | 10,767 | 6,693 | 7,552 | 16,184 | 12,947 |
| 融资活动现金流 | 5,639 | 185 | 552 | 1,184 | 947 |
| 现金变化 | 9,925 | 50,911 | 7,776 | 28,189 | 30,711 |
| 汇兑损益 | 1,270 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 期初持有现金 | 30,493 | 40,418 | 91,330 | 99,105 | 127,294 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。