

汽车	收盘价 港元 78.25	目标价 港元 120.34↓	潜在涨幅 +53.8%
----	-----------------	-------------------	----------------

2024年5月24日

理想汽车 (2015 HK)

下调销量预测，但股价过度反映，维持买入

- ⊖ **下调销量和利润预测，以反映低于预期的销量和产品结构的改变。**理想汽车的1季度业绩低于预期，同时管理层宣布纯电车型推迟到明年发布。因此我们将2024年和2025年的销量预测分别下调了15%和35%，主要是考虑到纯电动车型推迟推出、L7/L8/L9改款车型在市场竞争加剧下需求回升较为疲软，和L6销量增加带来的稀释效应。我们最新的2024年销量预测为48.4万台，较公司指引的56-64万台略低。另外由于L6占比较高，而L8/L9较高价车型销量回升较慢，有可能对毛利率有负面影响。但从另一方面，理想的组织结构调整和资源优化可以节省一些开支。我们预计2024年的净利润为83亿元（人民币，下同）。
- ⊖ **销量回升是扭转颓势的关键。**尽管理想尚未调整全年销量指引，但我们认为买方2024年销量预测较公司低。我们认为L6发布后的表现是市场和公司重新评估汽车销量拐点的指标，也是理想汽车重拾盈利势头和投资者信心的关键，尤其是纯电车型推迟到明年发布令L系列订单势头的改善变得更为重要。我们从渠道了解到的订单来看，目前L6占据了50%左右。L8和L9的订单量相对较少，4月下旬到5月中旬的周订单在7000-8000台，相对稳定。订单的可持续性和L8/L9的订单量回升将有助支持股价反弹。理想在5月开始针对L7/L8/L9推出多项限时购车权益，有望刺激高价车型销量。
- ⊖ **下调目标价至120.34港元；股价过度反映，维持买入。**今年以来，理想股价已回调~50%以上，我们认为足以抵消部分基本面的负面影响。理想目前2024年市销率为1倍（同行为1.1-1.3倍），而理想2季度月平均交付约3万台，现金989亿元，毛利率~20%，均依然要优于同业。我们认为投资者可能会开始重新考虑理想在未来几个月出现更多积极信号（如订单按月改善等）的可能性。我们根据收入和利润的调整，基于2024年市销率1.5倍，下调目标价至120.34港元/30.9美元（原192.8港元/49.1美元（LI US））。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	184.30
52周低位 (港元)	78.25
市值 (百万港元)	252,137.94
日均成交量 (百万)	14.05
年初至今变化 (%)	(46.80)
200天平均价 (港元)	128.21

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	45,287	123,851	144,834	175,618	207,477
同比增长 (%)	67.7	173.5	16.9	21.3	18.1
净利润 (百万人民币)	(2,012)	11,704	8,278	13,414	16,973
每股盈利 (人民币)	(1.04)	5.95	4.21	6.82	8.63
同比增长 (%)	497.6	-673.8	-29.3	62.0	26.5
前EPS预测值 (人民币)			7.54	13.05	14.01
调整幅度 (%)			-44.2	-47.8	-38.5
市盈率 (倍)	NA	12.2	17.3	10.6	8.4
每股账面净值 (人民币)	23.28	30.78	34.99	41.81	50.43
市账率 (倍)	3.12	2.36	2.07	1.74	1.44

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

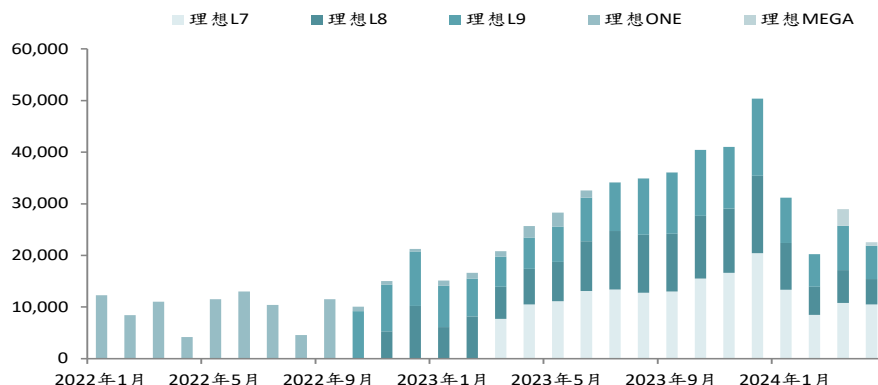
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 理想汽车季度业绩

人民币百万	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	QoQ	YoY
总收入	9,562	8,733	9,342	17,650	18,787	28,653	34,679	41,732	25,634	-38.6%	36.4%
销货成本	(7,398)	(6,854)	(8,160)	(14,084)	(14,957)	(22,417)	(27,035)	(31,945)	(20,349)	-36.3%	36.1%
毛利	2,164	1,878	1,182	3,566	3,830	6,235	7,644	9,787	5,284	-46.0%	38.0%
研发费用	(1,374)	(1,532)	(1,804)	(2,070)	(1,852)	(2,426)	(2,817)	(3,491)	(3,049)	-12.7%	64.6%
SG&A 费用	(1,203)	(1,325)	(1,507)	(1,630)	(1,645)	(2,309)	(2,544)	(3,270)	(2,978)	-8.9%	81.0%
营业利润/亏损	(413)	(978)	(2,130)	(134)	333	1,500	2,284	3,026	(742)	-124.5%	-323.2%
净亏损/净利	(11)	(618)	(1,640)	257	930	2,293	2,823	5,658	593	-89.5%	-36.3%
销量(台)	31,716	28,687	26,524	46,319	52,584	86,533	105,108	131,805	80,400	-39.0%	52.9%
费用%											
研发费用	-14.4%	-17.5%	-19.3%	-11.7%	-9.9%	-8.5%	-8.1%	-8.4%	-11.9%		
SG&A 费用	-12.6%	-15.2%	-16.1%	-9.2%	-8.8%	-8.1%	-7.3%	-7.8%	-11.6%		
利润率											
毛利	22.6%	21.5%	12.7%	20.2%	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%		
营业利润/亏损	-4.3%	-11.2%	-22.8%	-0.8%	1.8%	5.2%	6.6%	7.3%	-2.9%		
净亏损/净利	-0.1%	-7.1%	-17.6%	1.5%	4.9%	8.0%	8.1%	13.6%	2.3%		

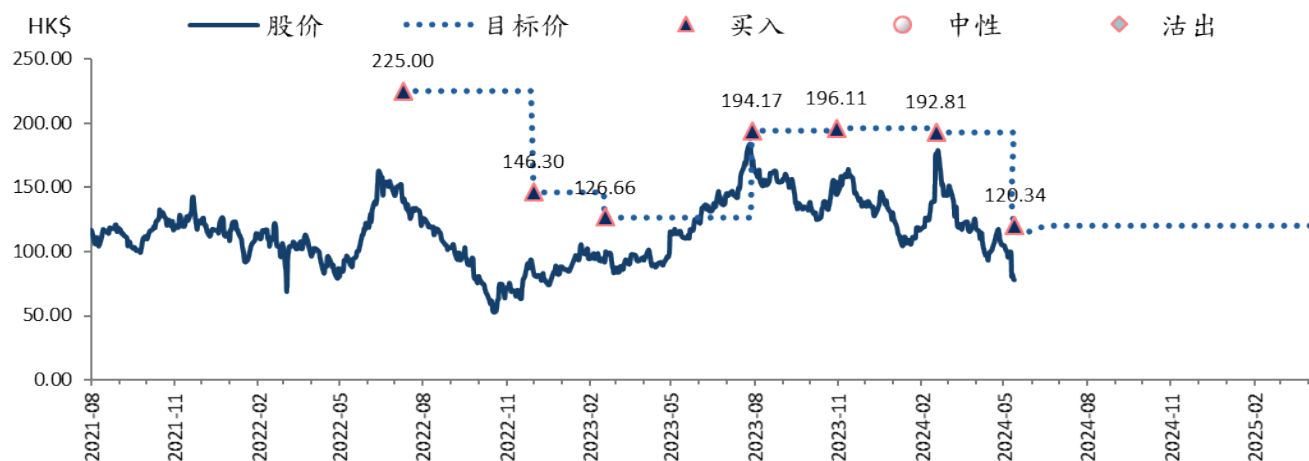
资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 理想汽车月度销量(台)



资料来源: Marklines, 交银国际

图表 3: 理想汽车目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3808 HK	中国重汽	买入	18.66	26.49	41.9%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	14.80	18.60	25.7%	2024年03月14日	重卡
2015 HK	理想汽车	买入	78.25	120.34	53.8%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	37.35	59.88	60.3%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	208.00	306.48	47.3%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	9.89	12.50	26.4%	2023年08月23日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	13.78	12.25	-11.1%	2023年07月17日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.26	3.34	2.5%	2024年04月01日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	31.80	29.96	-5.8%	2024年03月20日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月24日

财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	45,287	123,851	144,834	175,618	207,477
主营业务成本	(36,496)	(96,355)	(117,392)	(140,830)	(165,188)
毛利	8,790	27,497	27,442	34,787	42,290
销售及管理费用	(5,665)	(9,768)	(10,573)	(11,415)	(13,486)
研发费用	(6,780)	(10,586)	(10,138)	(11,591)	(13,693)
其他经营净收入/费用	NA	264	NA	NA	NA
经营利润	(3,655)	7,407	6,731	11,782	15,110
财务成本净额	(106)	(86)	(217)	(233)	(250)
其他非经营净收入/费用	1,602	3,131	2,436	2,954	3,489
税前利润	(2,159)	10,452	8,949	14,502	18,350
税费	127	1,357	(671)	(1,088)	(1,376)
非控股权益	20	(105)	NA	NA	NA
净利润	(2,012)	11,704	8,278	13,414	16,973
作每股收益计算的净利润	(2,012)	11,704	8,278	13,414	16,973

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	40,418	91,330	86,927	106,768	130,386
有价证券	18,031	11,933	11,993	12,053	12,113
应收账款及票据	48	144	794	962	1,705
存货	6,805	6,872	13,508	16,205	19,460
其他流动资产	1,690	4,247	4,341	4,436	4,534
总流动资产	66,992	114,526	117,562	140,424	168,199
物业、厂房及设备	11,188	15,745	18,057	19,482	20,023
无形资产	833	864	1,021	1,205	1,423
其他长期资产	7,525	12,333	12,526	12,724	12,926
总长期资产	19,545	28,942	31,603	33,412	34,372
总资产	86,538	143,467	149,166	173,836	202,571
短期贷款	391	6,975	7,673	8,440	9,284
应付账款	20,024	51,870	48,243	57,875	67,885
其他短期负债	6,958	13,897	14,458	15,047	15,665
总流动负债	27,373	72,743	70,374	81,362	92,834
长期贷款	9,231	1,747	1,922	2,114	2,325
其他长期负债	4,748	8,402	8,016	8,091	8,169
总长期负债	13,979	10,150	9,938	10,205	10,494
总负债	41,352	82,892	80,312	91,568	103,329
储备及其他资本项目	45,186	60,575	68,853	82,268	99,242
股东权益	45,186	60,575	68,853	82,268	99,242
总权益	45,186	60,575	68,853	82,268	99,242

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(2,032)	11,809	8,278	13,414	16,973
折旧及摊销	892	2,114	3,188	4,074	4,960
营运资本变动	8,647	35,023	(11,025)	7,137	6,408
利息调整	0	0	0	0	1
其他经营活动现金流	(127)	1,748	0	0	(1)
经营活动现金流	7,380	50,694	441	24,626	28,341
资本开支	(7,663)	(6,702)	(5,656)	(5,685)	(5,719)
其他投资活动现金流	3,298	6,690	(60)	(60)	(60)
投资活动现金流	(4,365)	(12)	(5,716)	(5,745)	(5,779)
负债净变动	3,624	(899)	872	959	1,055
其他融资活动现金流	2,016	1,084	0	0	1
融资活动现金流	5,639	185	872	959	1,056
汇率收益/损失	1,270	45	0	0	0
年初现金	30,493	40,418	91,330	86,927	106,768
年末现金	40,418	91,330	86,927	106,768	130,386

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1,037)	5,948	4,207	6,817	8,625
全面摊薄每股收益	(1,037)	5,948	4,207	6,817	8,625
每股账面值	23.277	30.782	34.989	41.806	50.431
利润率分析(%)					
毛利率	19.4	22.2	18.9	19.8	20.4
净利率	(4.4)	9.5	5.7	7.6	8.2
盈利能力(%)					
ROA	(2.7)	10.3	5.7	8.3	9.0
ROE	(4.7)	22.3	12.8	17.8	18.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	1.6	1.7	1.7	1.8
存货周转天数	42.1	42.0	42.0	42.0	43.0
应收账款周转天数	0.7	2.0	2.0	2.0	3.0
应付账款周转天数	147.0	150.0	150.0	150.0	150.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年5月24日
理想汽车 (2015 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。