

## 买入

2024年5月28日

### 销量预期调整利润承压，纯电车型延期发布

- 公司 Q1 业绩低于预期：**公司 24 年一季度实现营收 256.3 亿元，同比增长 36.4%，环比为下降 38.6%；Q1 汽车产品交付量为 8.04 万辆，同比增长 52.9%，环比下降 39%。收入同比增长主要由于产品种类增加，交付量增长，同时受到单车 ASP 下降抵消部分收入增长；环比下降主要由于销售季节性影响，及 23 年末冲击销量基数较高所致。公司 Q1 实现净利润 5.91 亿元，同比下降 36.7%，环比下降 89.7%。
- 汽车产品保持高毛利：**公司 Q1 毛利率 20.6%，同比提升 0.2 个百分点，环比下降 2.9 个百分点，环比下降主要受到车辆毛利率下降，一季度车辆毛利率 19.3%，同比下降 0.5 个百分点，环比下降 3.4 个百分点。面对竞争激烈的新能源车市场，公司低价产品发布及定价策略调整，车辆平均售价有所降低。
- 重磅产品 L6 发布，预期销量回暖：**公司提前发布新增程产品 L6，肩负着稳销量重任。L6 售价 24.98 万元起，截至 5 月 5 日，累计订单已超过 4.1 万台，我们预期 L6 订单短期内增长迅速，下半年公司全部车型单月累计销量将回升至 5 万台。公司第二季度销量指引为 10.5 万-11 万台，同比增长 21.3%-27.1%，环比增长 30.6%-36.8%；预计实现营收 299-314 亿元，同比增长 4.2%-9.4%，环比增长 16.7%-22.5%。
- 纯电产品延期发布，加速超充桩建设：**公司纯电 SUV 产品推迟至 2025 年上半年发布，公司将持续回归用户价值，推进快充服务网络建设，公司将于 24 年底建设超 2000 座超充站，充电桩超 1 万根，积极备战下款纯电产品，提升用户纯电出行体验。
- 目标价 33.37 美元/130.67 港元，买入评级：**我们预测公司 2024-2026 年的销量分别达到 50.4 万辆、70.5 万辆、85.6 万辆，收入分别为 1483 亿元、2028 亿元和 2443 亿元，归母净利润分别为 87.2 亿元、137 亿元和 188 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 33.37 美元/130.67 港元，较现价有 64.31%/60.72% 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

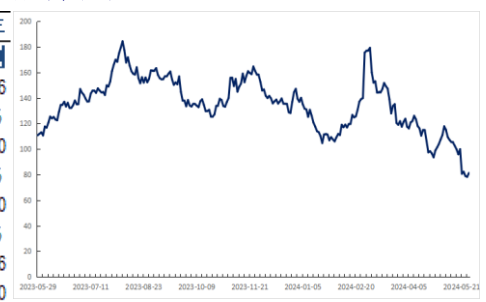
### 主要资料

行业	新能源汽车
股价	20.31 美元/81.3 港元
目标价	33.37 美元/130.67 港元 (64.31%/60.72%)
股票代码	LI.O/2015.HK
已发行股本	10.61 亿股
总市值	201.64 亿美元
52 周高/低	47.33 美元/19.38 美元
每股净资产	57.8 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	148,306	202,789	244,306
变动(%)	68%	173%	20%	37%	20%
归母净利润(百万元)	-684	11,673	8,716	13,702	18,840
变动(%)	18%	1806%	-25%	57%	38%
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@20.31美元	N/A	26.5	32.3	19.3	15.6
每股股息(美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

### 股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

图表 1: DCF 估值模型

	高速增长期					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
假设 (百万元)											
CFO	50,694	-746	34,542								
自由现金流增长率		117.5%	352.3%	30.0%	23.0%	15.0%	15.0%	10.0%	7.0%	5.0%	3.0%
自由现金流量	44,186	-7,746	19,542	25,412	31,267	35,957	41,351	45,486	48,647	51,069	52,602
折合至2023年的现金流量	44,186	-6,978	15,860	18,581	20,597	21,339	22,108	21,909	21,109	19,964	257,041
永续期折现值											677,245

WACC	11.00%
长期增长率	3.00%

Valuation	
现金流折现	455,715
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)	472,594
人民币兑美元汇率	7.20
股本价值(百万美元)	65,669
股本数量(预期)	1,968
DCF法之每股价值(美元)	33.37
DCF法之每股价值(港元)	130.67

资料来源: 第一上海预测

## 主要财务报表

损益表						财务分析						
人民币百万, 财务年度截至12月31日						人民币百万, 财务年度截至12月31日						
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	45,287	123,851	148,306	202,789	244,306	<b>盈利能力</b>						
- 主营业务收入成本	36,496	96,355	118,368	161,586	191,692	毛利率 (%)	19%	22%	20%	20%	22%	
<b>毛利</b>	8,790	27,497	29,939	41,203	52,613	EBITDA利率 (%)	-5%	8%	6%	8%	10%	
- 营业开支	12,445	20,354	23,581	28,796	33,226	净利率 (%)	-4%	10%	6%	7%	8%	
- 销售及一般行政管理	5,665	9,768	11,420	14,398	16,613	<b>营运表现</b>						
- 研究与开发	6,780	10,586	12,161	14,398	16,613	行政管理与销售费用收入 (%)	13%	8%	8%	7%	7%	
<b>营业利润</b>	-3,655	7,407	6,358	12,407	19,388	研究和开发费用收入 (%)	15%	9%	8%	7%	7%	
- 利息支出	-106	-86	-54	-79	-91	实际税率 (%)	-6%	13%	-10%	-10%	-10%	
- 营业外亏损净额	1,602	3,131	3,614	3,362	2,569	<b>财务状况</b>						
<b>税前利润</b>	-2,159	10,452	9,918	15,691	21,866	总负债/总资产	48%	58%	53%	52%	48%	
- 所得税支出	127	1,357	-992	-1,569	-2,187	收入/净资产	52%	86%	109%	118%	117%	
<b>净利润</b>	-2,032	11,809	8,716	13,702	18,840	经营性现金流收入	16%	41%	-1%	17%	15%	
<b>净利润率</b>	-4%	10%	6%	7%	8%	税前盈利对利息倍数	-221%	502%	274%	467%	851%	
<b>Non-gAAP净利润</b>	21	14,188	11,564	16,743	22,260	<b>现金流量表</b>						
<b>Non-gAAP净利率</b>	0%	11%	8%	8%	9%	人民币百万, 财务年度截至12月31日						
<b>主营业务增速 (%)</b>	68%	173%	20%	37%	20%	净利润	-2,032	11,809	8,716	13,702	18,840	
<b>资产负债表</b>	人民币百万, 财务年度截至12月31日						折旧和摊销	1,214	1,995	2,572	3,438	4,692
现金	38,478	91,329	84,136	104,861	131,612	库存	-5,920	29	-42	-32	189	
应收账款	48	144	115	157	189	其他	14,119	36,861	-11,992	17,434	14,083	
存货	6,805	6,872	8,401	11,468	13,604	营运活动现金流	7,380	50,694	-746	34,542	37,804	
其他流动资产	21,661	16,181	16,393	16,616	16,851	购买、处置物业、厂房及设备	-5,128	-6,507	-7,000	-15,000	-12,000	
<b>总流动资产</b>	66,992	114,526	109,045	133,103	162,256	购买长期投资	-714	0	0	0	0	
固定资产	11,188	15,745	20,057	31,619	38,927	其他投资活动	763	6,495	0	0	0	
无形资产	833	864	864	864	864	借款变化	-661	0	0	0	0	
长期投资	1,484	1,595	1,595	1,595	1,595	其他融资活动	10,767	6,693	7,552	16,184	12,947	
<b>总资产</b>	86,538	143,467	136,354	171,974	208,436	融资活动现金流	5,639	185	552	1,184	947	
应付账款	20,024	51,870	35,672	48,697	57,770	现金变化	9,925	50,911	-7,193	20,726	26,751	
短期银行贷款	391	6,975	8,949	10,721	12,139	汇兑损益	1,270	45	0	0	0	
其他短期负债	26,982	65,767	49,570	62,594	71,667	<b>期初持有现金</b>	30,493	40,418	91,330	84,136	104,862	
<b>总流动负债</b>	27,373	72,743	58,519	73,316	83,807							
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							
<b>总负债</b>	41,352	82,892	72,899	88,880	100,318							
<b>总股东权益</b>	45,186	60,575	69,081	82,363	100,363							

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

## 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。本报告所载的数据、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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。