

理想汽车-W (02015)

证券研究报告

2024年05月31日

看好 L6 带动市占率提升，纯电平台延后拉长理想第二增长曲线的验证周期

24Q1 业绩情况：24Q1 汽车销售收入 243 亿元，同比+32.3%，总收入 256 亿元，同比+36.4%；整体毛利率为 20.6%，上个季度毛利率 23.5%；汽车毛利率 19.3%。Q1 总费用 58.7 亿，同比增长 71.4%，其中研发费用 30 亿，同比增长 64.6%，销售费用 30 亿，同比增长 81%；调后归母净利润 13 亿元，同比-9.7%。

销量情况：理想 24Q1 共交付 80400 台，同比+53%；4 月理想交付量 2.58 万辆，同比+0.4%。一季度销量增速放缓的背景下，或认为竞争格局恶化、理想竞争力下滑等，我们认为更多是淡季需求（beta 层面因素）导致。理想于 4 月 18 日发布理想 L6，截至 5 月 5 日定单超过 41000 台，我们此前预期 L6 将是理想产品价格带下沉与今年增量的核心主力车型，我们维持预期看好其在 25-30w 市场突破理想单车月销新高，维持稳态月销预期 1.5-2 万辆。

纯电平台延后：原本预计下半年的纯电 SUV 车型均延后至明年上半年，原因主要为 5c 超快充基础设施搭建和门店升级。理想内部认为要将纯电卖好，补能体验是重要突破口之一。

降价后的毛利预期：2024 年 4 月 22 日理想公布在售车型全新价格体系：L 系列定价下调 1.8-2 万、Mega 下调 3 万至 53 万起。降价后单车收入预计下滑至 28.5-29 万元，我们预计单车成本为 23 万元左右，对应全年汽车毛利率依然为 19-20%。我们判断 2Q 或是毛利低点，汽车毛利预期 18%，主要是 L6 爬坡和在售车型降价导致。毛利在后续季度有望随着爬坡和产品矩阵持续优化。

业绩指引：公司预计 24Q2 有一定压力，销量在 105000 至 110000 辆之间，同比增长 21.3%至 27.1%。公司预计 24Q2 总收入在 299 亿元人民币至 314 亿元人民币之间，同比增长 4.2%至 9.4%。公司在延后纯电平台发布的情况下，全年销量指引依旧维持 56w-64w，我们认为目标是将增程平台的四款车型走出更多的量。

中长期增长点：1) 纯电平台的增量 - 延后至 25H1，依靠 5C 超快充和空间定义依然有望在 30-50 万价格带将纯电车型做出较好增量。2) 出海 - 据财经报道，公司已有出海计划储备，今年或将在中东布局。3) 智能化 - 我们强调未来 3 年智能化或成为车企的最核心竞争力，来自头部新势力车企的技术+数据飞轮将构筑更深的产品力壁垒。

投资建议：财报后理想面临大幅调整，我们认为核心原因是 1Q 利润下滑与纯电平台延后导致市场调低理想全年销量/盈利预期，并且对应下修估值；我们判断市场或过度悲观地判断理想全年销量与利润，对竞争格局恶化上或存在误判（理想的市占率并未显著下滑）。随着 2Q L6 的爬坡，理想市占率有望进一步提升。但是纯电车型的延后同样致使我们对今年业绩预期做整体下调，我们调整今年销量预期至 55 万辆，其中 L789 或恢复至 3-3.5 万月销，L6 预计 1.5-2 万。我们调整公司 24/25 年预期收入为 1687/2289 亿元（前值 1809/2255 亿元），预计 24 年调整后净利润 139 亿元（前值 159 亿元）。考虑明年纯电和出海的增长性，基于 24E PE 估值 18x，我们调整目标价为 136 港元，维持“买入”评级。

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；新能源行业与政策不及预期等

投资评级

行业	非必需性消费/汽车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	77.85 港元
目标价格	136 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,122.02
港股总市值(百万港元)	165,199.28
每股净资产(港元)	31.90
资产负债率(%)	58.71
一年内最高/最低(港元)	185.50/76.80

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002 kongrong@tfzq.com	
邵将	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005 shaojiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《理想汽车-W-公司点评:淡季销量和利润或下滑可能导致较大预期差，看好理想市占率在 L6 的带动下继续提升》 2024-05-12
- 《理想汽车-W-公司点评:盈利能力大超市场预期，规模效应的利润弹性再次验证》 2024-03-20
- 《理想汽车-W-公司点评:季度利润新高超预期，年末冲刺 4.5 万月销量和加速智能化推进与投入》 2023-12-03

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com