

组织架构升级，双能战略开启新成长周期

——理想汽车深度报告

2024年8月20日

核心观点

- 开创家庭豪华先河，成长为国内第一新势力车企：**依托于出色的品牌与产品定义能力，公司率先从新势力车企中脱颖而出，销量与产品均价位居自主品牌前列，跃居自主品牌龙头。受公司双能战略深化影响，2024年公司渠道建设和智能化技术研发力度加大，费用率有所增长，影响短期财务表现，2024年Q1公司净利润同比下滑36%至6亿元，但依靠规模优势降本效果逐步显现，预计利润将从Q2进入恢复周期。长期来看公司销量增长潜力与高端品牌形象稳定性未发生改变，有望通过组织架构升级、新品上市、老款产品迭代升级、超充桩建设等措施提升综合竞争力，长期成长空间十足。
- 组织架构升级助力公司持续成长：**复盘公司组织架构升级之路，从垂直型组织架构到矩阵型组织架构1.0、1.5、2.0四个阶段，以创始人李想为核心的管理层团队不断调整职能以适配公司新发展阶段特征，为公司持续成长带来不竭动力。2024年4月公司矩阵型组织架构2.0升级后李想聚焦产品与战略，并通过新设部门提升对销售部门的重视，有望对公司后续纯电产品形成更明确的发展规划，提升纯电产品上市效益。
- 增程:L6热销+智能化功能升级，销量逐月提升：**公司L系列拥有4款增程产品，覆盖25-45万元价格区间，均实现上市即热销。我们认为驱动公司销量爆发的核心在于公司独特品牌定位所形成的出色产品定义能力，形成B+级SUV+增程+智能化的产品核心竞争力。今年4月公司发布新品L6，上市后销售火爆，带动公司品牌影响力的进一步扩大，7月公司宣布向全量AD MAX用户推送无图NOA，智能驾驶能力进入行业第一梯队，提升公司产品技术竞争力，L系列产品新品上市与智能化迭代有望再次成为公司销量增长的核心驱动力，夯实公司行业龙头地位。
- 纯电：超充站布局提速为高端纯电产品奠基：**受到细分市场空间偏小与充电基础设施布局尚不完善两方面因素影响，MEGA上市后销量表现略显平淡，但上半年已经位于50万元以上MPV市场零售排行榜第三，仅次于阿尔法和别克世纪，为奠定公司纯电产品高端品牌形象、贯彻公司过往的“自上而下”产品布局思路发挥重要作用。截止7月28日，公司达成700座超充站布局，建设进展提速，高压快充基础设施的领先布局有望成为公司在纯电领域的核心竞争优势，后续纯电产品有望复刻L系列的成功，带来业绩第二增长极。
- 投资建议：**预计2024年~2026年公司分别实现营收1512.79亿元、2216.79亿元、2894.11亿元，分别实现归母净利润77.43亿元、154.23亿元、225.45亿元，对应EPS分别为3.65元、7.27元、10.62元，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：**1、新能源汽车销量不及预期的风险；2、市场竞争加剧的风险；3、智能化技术研发不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	123,851.33	151,279.19	221,678.50	289,411.19
收入增长率%	173.48%	22.15%	46.54%	30.55%
归母净利润(百万元)	11,704.13	7,742.52	15,423.16	22,545.07
利润增速%	681.65%	-33.85%	99.20%	46.18%
EPS(元)	5.95	3.65	7.27	10.62
PE	24.17	20.99	10.54	7.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

理想汽车 (股票代码: 2015.HK)

推荐 维持评级

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

研究助理

秦智坤

✉: qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-8-16

股票代码	2015.HK
港股收盘价(港元)	76.60
恒生科技指数	3,459.06
总股本(万股)	212,202.03
实际流通股(万股)	176,620.82
流通港股市值(亿元)	1,352.92

相对恒生科技指数表现

2024-8-16



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 开创家庭豪华先河，成长为国内第一新势力车企	3
(一) 十年间飞速成长，产品定义能力出众	3
(二) 今年聚焦规模优势、大单品策略，降本效果突出	5
二、 组织架构升级助力公司持续成长	7
三、 增程:L6 热销+智能化功能升级，销量逐月提升	11
(一) L 系列 4 款产品，均实现上市即热销	11
(二) 理想与华为实现遥遥领先，成功实现豪华市场新能源替代	15
(三) 智能化技术进步，带动公司销量逐月提升创新高	16
四、 纯电：超充站布局提速为高端纯电产品奠基	24
(一) 市场空间偏小叠加基础设施不足制约纯电产品短期销量增长	24
(二) 超充站布局提速，为纯电产品打开远期销量增长空间	25
五、 投资建议及估值	27
六、 风险提示	30

一、开创家庭豪华先河，成长为国内第一新势力车企

(一) 十年间飞速成长，产品定义能力出众

十年间飞速成长，跃居自主品牌龙头。公司由创始人李想创立于2015年，在创立的第三年公司发布首款产品理想ONE，随后公司依托单一爆款策略，叠加在渠道和智能化技术上的不断积累，首款产品在三年间创造了累计交付超11万辆的佳绩；2022年公司带来全新L系产品序列的首款产品L9，奠定公司高端品牌形象，后发布L8，产品持续取得良好市场表现，2022年12月L8、L9单车交付量双双破万；2023年公司发布首款五座SUV理想L7，价格带继续向下渗透，带动销量持续增长，L系列交付一周年之际全系交付超25万辆，远超ONE的表现，并于2023年12月单月交付量突破5万辆。受益于交付量的高速增长，2023年全年公司实现净利润117亿元，成为首个实现盈利的新势力车企，单车净利润超过3万元，自成立以来仅用时不足十年便跃居中国主机厂品牌龙头；2024年3月公司发布首款纯电旗舰MPV，正式向纯电赛道进军，并对L7/8/9焕新升级，降价增配提升产品竞争力，4月发布L6，继续补齐L系列产品序列，上市后交付量快速提升，助力公司销量走出低谷，7月单月交付5.1万辆，创历史新高。

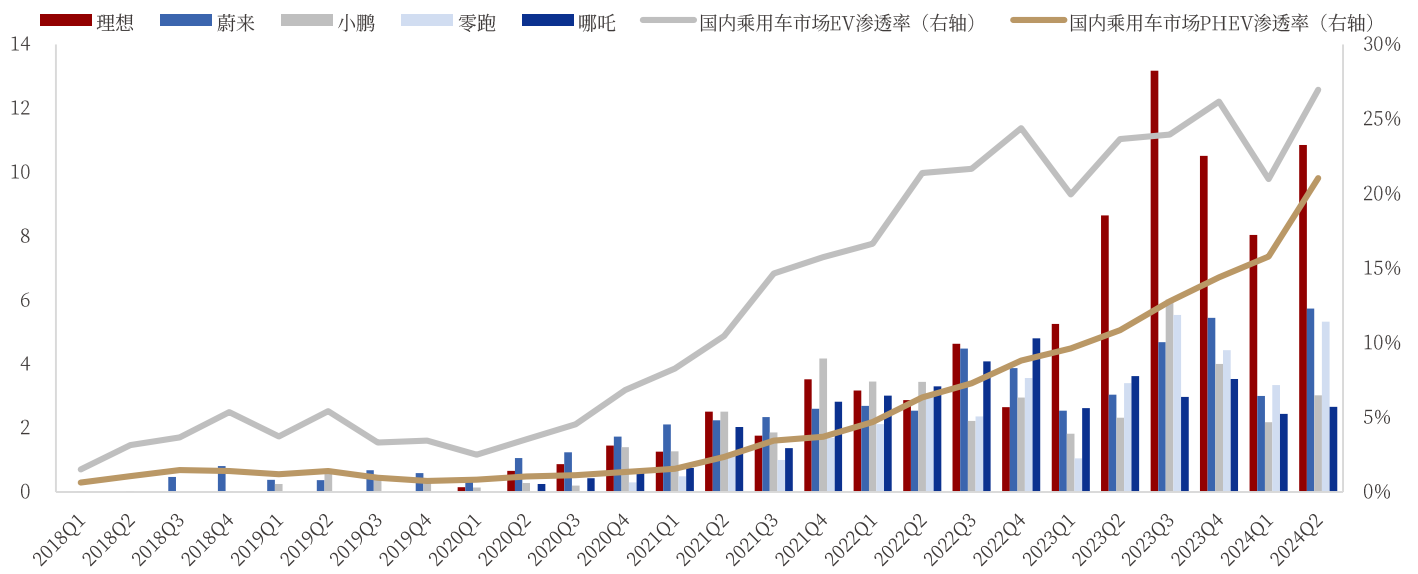
图1：公司十年间飞速成长，跃居中国主机厂品牌龙头



资料来源：公司官网，汽车之家，搜狐，界面新闻，凤凰网，中国证券网，东方财富网，易车，中国银河证券研究院

开创家庭豪华先河，出色品牌定义能力成就国内第一新势力企业。对比公司、蔚来、小鹏、零跑、哪吒五家头部新势力企业发展历程来看，蔚来与小鹏是起步最早的新势力车企，2018年首款车型开始贡献销量，较其他新势力车企领先1-2年时间，2020年包括公司在内的其余3家车企首款车型上量，2021年-2022年五家新势力车企进入销量快速增长期，表现相对均衡，主要受益于新能源汽车市场的快速扩张，自2023年以来，公司销量增长进一步提速，率先在新势力企业中脱颖而出，销量大幅领先其他新势力，成长为国内第一新势力企业，我们认为公司率先脱颖而出主要得益于自身出色的品牌与产品定义能力，品牌方面，公司自成立起定位为家庭用车品牌，目标消费群体基础广大，且品牌定位新颖独特，增强了消费者对品牌的认知；产品方面，公司围绕家庭用车需求确立了增程+大空间SUV+智能化的核心产品属性，贴合家庭用车场景，成功获得消费者认可，带动国内乘用车市场PHEV（含增程，下同）渗透率自2023年进入加速增长期。

图2：2023年以来公司依靠出色的品牌与产品定义能力率先从新势力企业中脱颖而出（万辆）



资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

销量大幅增长，品牌影响力快速提升。2023年公司累计销量达37.60万辆，同比+182.21%，按照车企新能源乘用车销量排名，公司位居第8位，按照品牌新能源乘用车销量排名，公司位居第5位，进入头部车企行列，且销量增速冠绝头部车企，具备出色的成长潜力。快速扩张的销量助力公司品牌知名度不断提升，公司品牌影响力快速扩大。

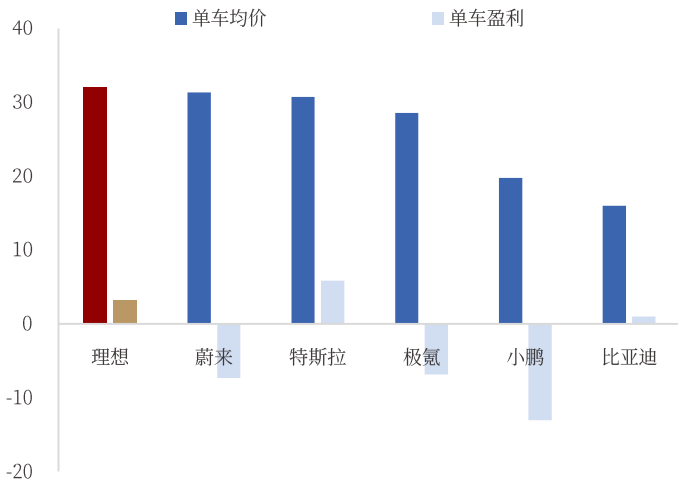
表1：2023年公司销量快速增长，进入头部车企阵营

排名	车企	2023年新能源乘用车销量（辆）	同比增速	市占率	品牌	2023年新能源乘用车销量（辆）	同比增速	市占率
1	比亚迪	3,012,906	62.20%	33.46%	比亚迪	2,877,353	55.74%	31.95%
2	特斯拉	947,742	33.32%	10.52%	特斯拉	947,742	33.32%	10.52%
3	吉利	581,537	62.70%	6.46%	广汽埃安	480,003	77.00%	5.33%
4	通用	543,092	-17.86%	6.03%	五菱	391,432	-32.65%	4.35%
5	广汽	510,463	88.02%	5.67%	理想	376,029	182.21%	4.18%
6	长安	439,207	76.18%	4.88%	长安	244,913	13.82%	2.72%
7	上汽	386,998	50.66%	4.30%	MG	232,739	81.23%	2.58%
8	理想	376,029	182.21%	4.18%	大众	190,803	1.43%	2.12%
9	长城	261,546	98.39%	2.90%	蔚来	157,110	15.66%	1.74%
10	大众	222,480	9.94%	2.47%	零跑	144,155	29.67%	1.60%
	其他	1,723,647	2.33%	19.14%	其他	2,963,368	35.09%	32.91%
	合计	9,005,647	38.20%	-	合计	9,005,647	38.20%	-

资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

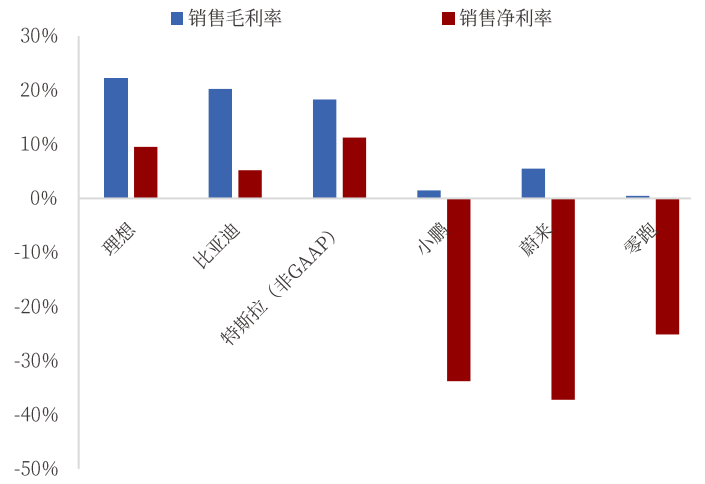
产品均价与盈利能力位居行业前列，树立高端品牌形象。单车均价方面，2023年公司单车均价超过蔚来、特斯拉、极氪、比亚迪等新能源头部品牌，已树立起稳固的高端品牌形象。盈利能力方面，2023年公司的单车盈利、销售净利率均仅次于特斯拉，在自主品牌中表现亮眼，高端品牌形象叠加规模优势为公司带来了更强的盈利能力，是公司长期持续成长的重要基础。

图3：2023 年公司单车均价位居新能源品牌前列（万元）



资料来源：Wind, 新浪, 中国银河证券研究院

图4：2023 年公司盈利能力仅次于特斯拉

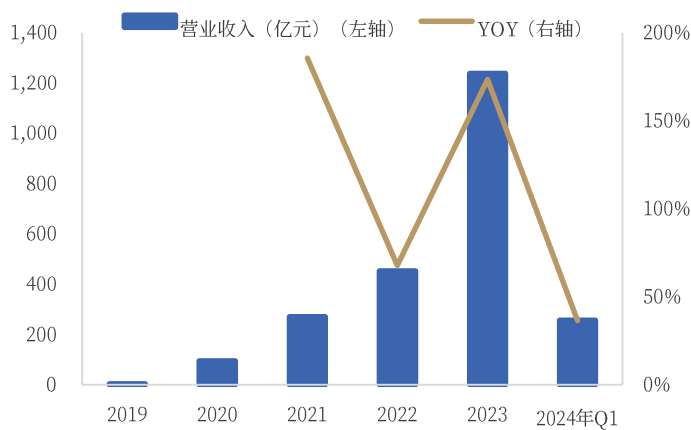


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（二）今年聚焦规模优势、大单品策略，降本效果突出

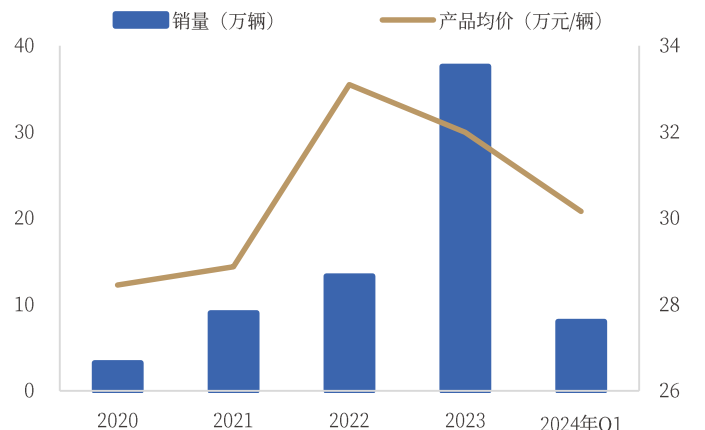
营业收入持续增长，“自上而下”的产品战略带来单车均价下行。2023 年得益于 L 系列产品热销，公司营收取得显著增长，全年实现营业收入 1238.51 亿元，同比+173.48%，2024 年 Q1，公司 L 系列产品销量同比增加 79.14%至 8.04 万辆，助力营收继续保持增长态势，2024 年 Q1 实现营收 256.34 亿元，同比+36.44%。单车均价方面，2023 年公司单车均价同比下降 3.36%至 31.99 万元，2024 年 Q1 均价进一步下降至 30.16 万元，公司采用“自上而下”的产品布局战略，新品不断下探至更低价格区间，扩大品牌的消费者触达范围，为销量的持续增长贡献动能，因而对产品均价有所影响，但公司产品均价仍位于 30 万元之上，不改高端品牌属性。

图5：2024 年 Q1 公司营收同比+36.44%



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

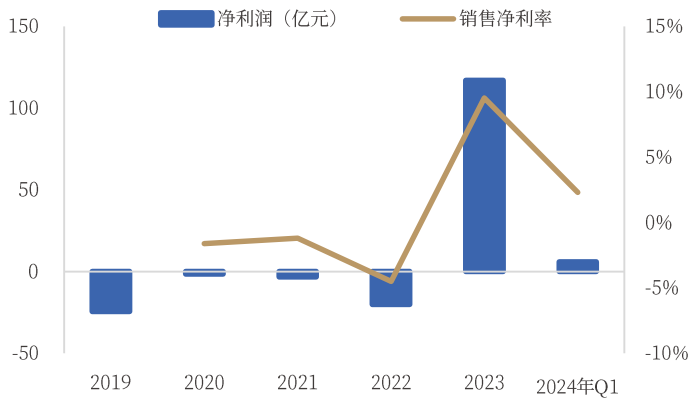
图6：2024 年 Q1 公司均价下降至 30.16 万元，仍高于 30 万元



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

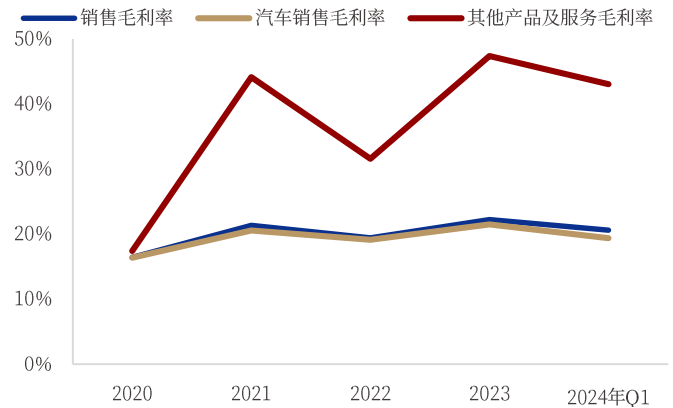
规模效应下毛利率稳定。2023 年公司实现净利润 117.04 亿元，产品热销助力公司实现大幅扭亏为盈。2024 年 Q1，公司实现净利润 5.93 亿元，同比-36.24%，销售净利率同比下滑 2.66pct 至 2.31%，从毛利率来看，2024 年 Q1 公司销售毛利率为 20.61%，得益于规模效应，同比提升 0.22pct，较为稳定，公司利润的下滑主要是由于公司战略布局深化背景下费用率的提升，一方面，公司为推动 L 系列销量的继续增长以及为纯电产品上市铺垫，加大力度布局渠道，带来销售费用增长；另一方面，公司大力研发智能化技术夯实高端品牌属性，带来研发费用增长，二者影响了公司的短期利润表现。

图7：2024年Q1公司实现净利润5.93亿元



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

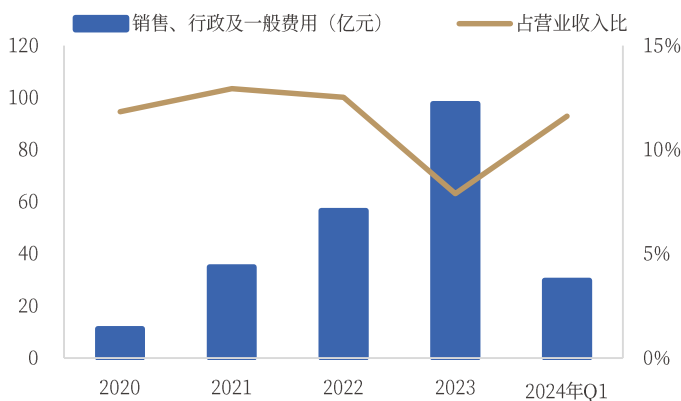
图8：2024年Q1公司销售毛利率同比+0.22pct



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

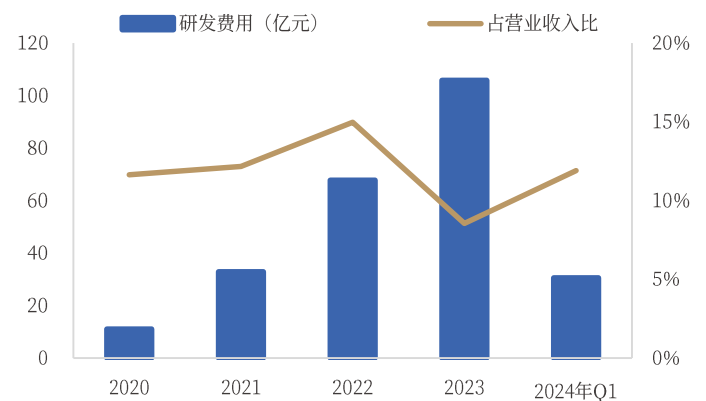
渠道开拓增加销售费用支出，智能化技术研发带来研发费用增长。2024年Q1，公司销售、行政及一般费用为29.78亿元，同比+80.97%，占营收比同比上涨2.86pct至11.62%，主要是由于公司加速扩张渠道以继续提升L系列产品销量以及提前为纯电产品储备渠道资源。2024年Q1，公司研发费用为30.49亿元，同比+64.60%，占营收比同比上涨2.03pct至11.89%，主要系公司加大在智能化技术上的研发投入以夯实高端品牌属性，提升产品技术竞争力。

图9：2024年Q1公司销售、行政及一般费用率上升至11.62%



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

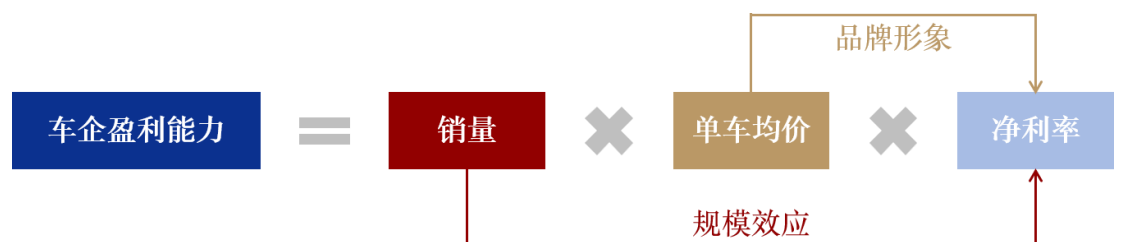
图10：2024年Q1公司研发费用率上升至11.89%



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

双能战略继续激发销量增长潜力，高端品牌形象贡献强盈利能力，公司长期成长空间十足。整车车企盈利能力由销量、单车均价、净利率三方面决定，其中销量增长带来的规模效应以及高端品牌形象赋予的高单车均价都能够带来车企净利率的提升，从而提升盈利能力。我们认为在增程+纯电的双能战略下公司销量具备长期增长前景，且公司专注于20万元以上价格区间的豪华车市场，高端品牌形象有望保持稳定，销量增长和高产品均价赋予公司十足的长期成长空间。

图11：销量增长+高端品牌形象稳固有望助力公司持续成长



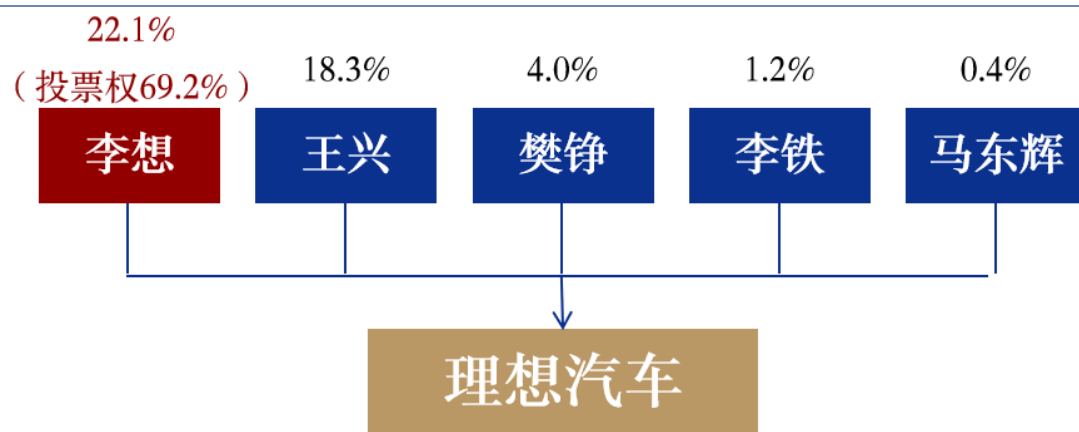
资料来源：中国银河证券研究院

二、组织架构升级助力公司持续成长

复盘公司组织架构升级之路，与公司发展状况相匹配的组织架构升级为公司的持续成长打下坚实基础。一个公司组织架构与其发展阶段的适配度是初创企业在竞争激烈的市场环境下脱颖而出的必备条件，是公司成长动力不竭的核心基础，也是公司管理团队才能的核心体现。我们认为公司的组织架构升级的核心体现在其核心管理团队职能的不断切换上，主要体现为创始人李想在公司不同发展阶段所承担的主要职能始终围绕公司当前发展的核心痛点，以“掌舵者”的角色为公司发展制定统筹规划，同时，联合创始人、CTO 等核心管理层的职能也在不断切换以形成核心管理层更为紧密的配合，最终在公司矩阵式的组织架构框架下为公司的持续发展保驾护航。

组织架构升级基础：股权结构的高集中度带来组织架构调整的高效率。公司相对集中的股权结构是高效率组织架构调整的基础，截止 2023 年末，公司创始人李想拥有公司 22.1% 的股权，但通过 A/B 股同股不同权模式持有公司 69.2% 的投票权，联合创始人李铁、马东辉分别持有 1.2% 和 0.4% 的股权，与公司利益形成深度绑定。投票权的集中提升了公司核心管理层对组织架构的调整能力，为公司发展战略的及时调整打下坚实基础。

图12：公司创始人李想通过 A/B 股同股不同权的模式持有公司 69.2% 的投票权



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

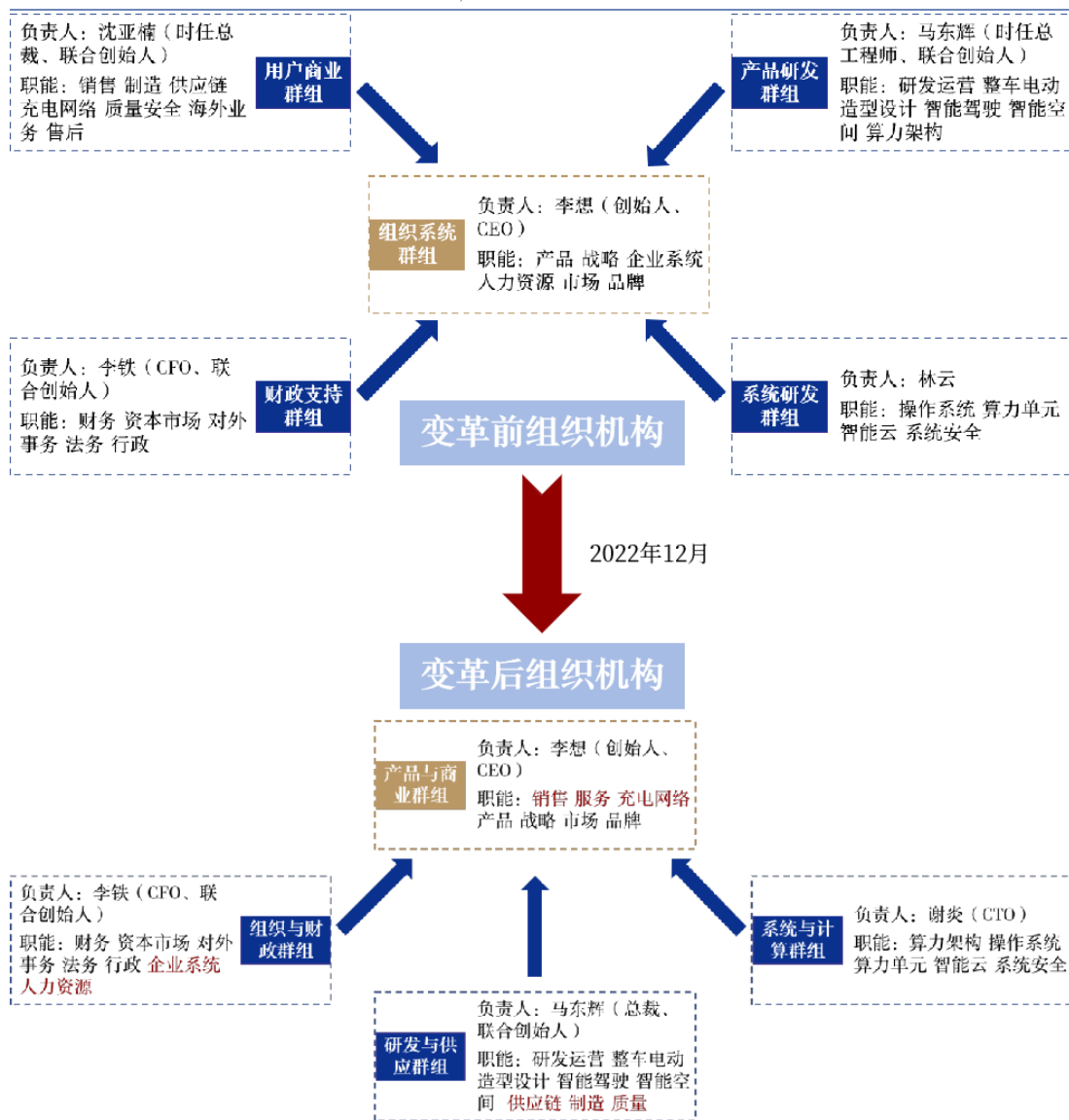
我们根据公司组织架构的调整与核心管理层职能的切换将公司组织架构变革分为四个阶段：

1) 垂直型组织架构阶段（2022 年 12 月之前）：创始人李想职能覆盖公司经营全部环节。在 2022 年末之前，公司组织架构为垂直型组织架构，由五大事业群组组成，分别为组织系统群组（负责人：李想）、用户商业群组（负责人：沈亚楠）、产品研发群组（负责人：马东辉）、财政支持群组（负责人：李铁）、系统研发群组（负责人：林云），其他四个群组均向李想进行汇报，李想的职能包括产品、战略、市场、品牌、人力资源等，正好对应公司在发展初期所需解决的产品与品牌定位、市场开拓和人才引进等核心问题，是为公司前期发展奠基的核心所在。

2) 矩阵型组织架构 1.0（2022 年 12 月-2023 年 4 月）：重新调整各管理层职能，变更组织架构形式提升产品研发效率。2022 年 12 月，李想发布全体员工内部信，宣布公司全面启动矩阵型组织升级，首先是管理团队职能调整，沈亚楠不再从事经营层面工作，其团队职能拆分进入其他管理层，具体为供应团队交由马东辉管理，商业团队交由李想管理，同时李想管理的人力资源、企业系统团队交由李铁，谢炎升任 CTO，负责系统与计算群组。在组织架构方面，在原有的两个横向实体部门战略部和产品部之外增设五个横向实体部门，分别为商业部、供应部、流程部、组织部、财经部，并在未来三年全面落地 DSTE、IPD、IPMS、ISC、BT&IT、LTD、IFS 七个一级子流程。管理团队职能的整合调整进一步适配了公司新的发展阶段特征：即在公司形成了稳定的人员架构后，创始人李想不再负责人力相关职能，并在公司即将进入 L 系列的新产品谱系前夕增加对销售环节的

把控，为打造 L 系列爆款产品做充足准备。另外，马东辉开始统领研发与供应，时至今日仍未发生调整，实现研发环节与供应链管理的有机结合，提升了公司在智能化研发上的效率与质量。

图13: 2022 年公司进行矩阵型组织架构升级，并重新整合管理层职能



资料来源: 网易, 中国银河证券研究院 (红色字体为调整后的各管理层新增职能)

矩阵式架构重塑产品研发、制造、销售流程，助力爆款车型打造。矩阵型组织架构的核心在于在纵向维度上设置了包括产品定义-研发-制造-销售-财务核算在内的全流程实体部门，在横向维度上每款产品在全生命周期均需经过上述所有流程，需要经过公司所有部门的协同，从而避免了在垂直型组织架构下各部门分头工作带来的低效率和一致性低等问题，一方面提升了平台化技术的复用效率，加快了产品研发速率，是 L 系列产品谱系快速完善的重要基础；另一方面提高了团队协作能力，使得每款产品在质量-销售-售后各环节都获得了消费者的良好口碑，对提升公司的品牌形象发挥了重要作用。

图14：矩阵型组织架构下每款产品的全生命周期需要经过所有横向实体部门的协同工作

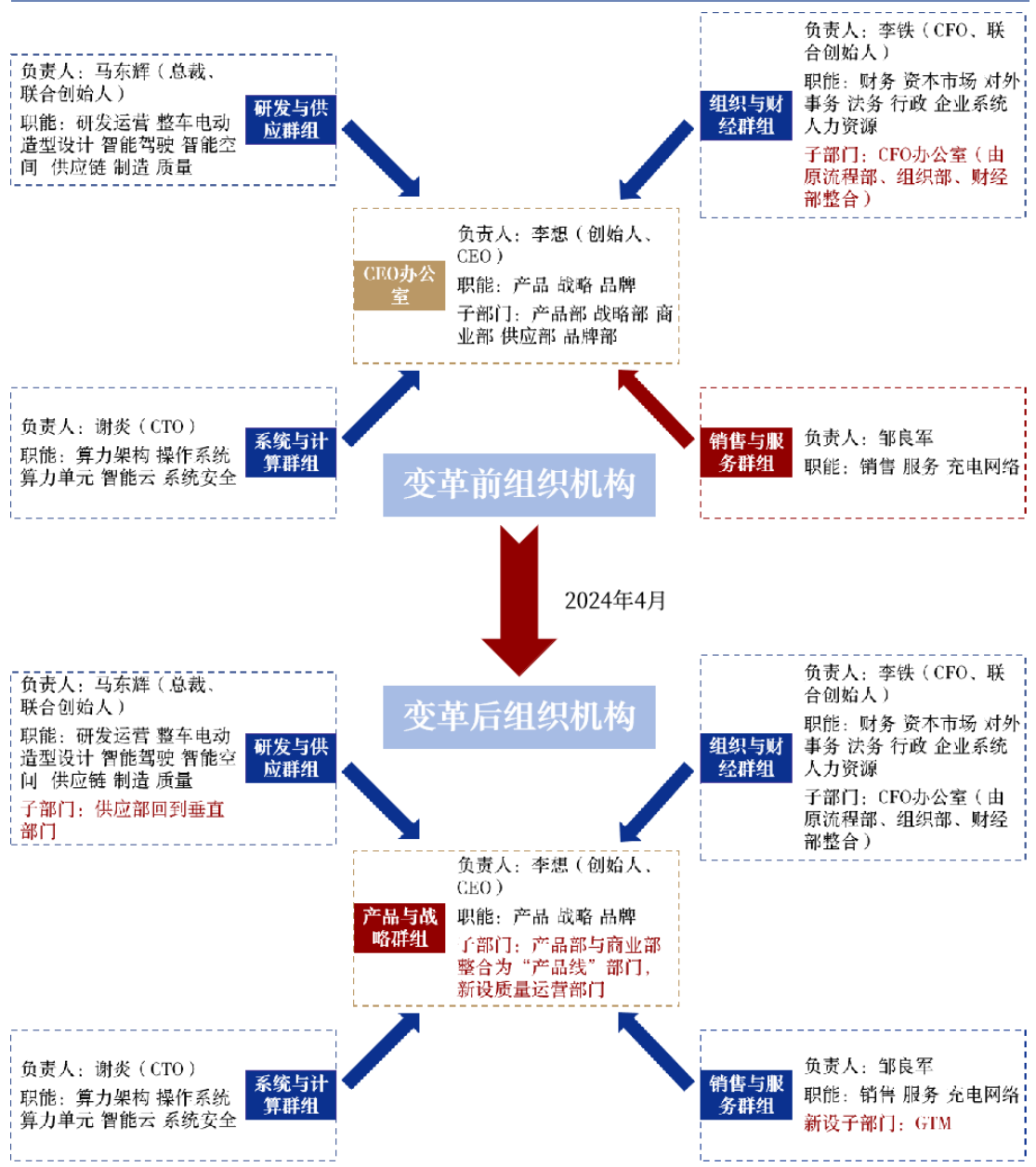
流程运营							
DSTE → IPD → IPMS → ISC → BT&IT → LTD → IFS							
	产品部	战略部	商业部	供应部	流程部	组织部	财经部
产品与商业群组	★	★	★				
研发与供应群组				★			
组织与财政群组					★	★	★
系统与计算群组							

资料来源：网易，中国银河证券研究院（注：星号表示各实体部门的职能所对应的群组）

3) 矩阵型组织架构 1.5 (2023 年 4 月-2024 年 4 月)：新增销售服务群组，独立销售职能，但创始人仍统管“供产销”。2023 年 4 月，公司继续调整组织架构，宣布增设两个部门，一是销售与服务群组，由邹良军负责，剥离了创始人所承担的销售、服务、充电网络等职能，二是 CFO 办公室，整合组织部、流程部、财经部。公司在 2023 年进入 L 系列销售爆发期，销售部分由专人负责能够更好保障交付与服务质量，且公司已形成初具规模的销售渠道，渠道扩张规划清晰，无须创始人进行更多的战略调整，因此根据公司最新发展形势进行新的管理层职能调整，但负责供应的供应部与负责销售的商业部两大实体部门仍在李想所负责的 CEO 办公室下，李想仍对“供产销”进行统筹管理，以保证产品热销过程中的供应链稳定与消费者购车体验。

4) 矩阵型组织架构 2.0 (2024 年 4 月以来)：创始人聚焦产品与战略，迎接全新市场挑战。2024 年 4 月，公司宣布升级矩阵型组织架构 2.0，李想负责的 CEO 办公室正式更名为产品与战略群组，聚焦产品与战略，将供应部移回马东辉的研发与供应群组，邹良军的销售与服务群组新设子部门 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。本次调整后，李想的职能从原来的“供产销”统管变更为专注产品与战略，以适应公司最新面临的挑战：在经历了过去一年的销售爆发期，公司销售渠道与供应链体系基本稳定，但年初发布的纯电产品在战略上有所失误，并直接影响到公司未来纯电产品的规划与上市节奏，CEO 在组织架构调整后专注产品与战略，以重新审视纯电产品发展规划，提升纯电产品的上市效益。

图15: 2024年4月公司进行矩阵型组织架构 2.0 升级, CEO 职能聚焦产品与战略



资料来源: 界面新闻, 晚点 Auto, 中国银河证券研究院 (红色字体为调整后的各管理层新增职能)

公司组织架构的再升级有望重新为现有增程及未来纯电产品注入新的发展动力。复盘公司组织架构升级的历史来看,我们认为在组织架构升级带来的以 CEO 李想为核心的管理层职能调整下,公司在每轮新发展阶段均对当时所面临的发展问题做出了有效的应对,并为公司在新阶段的成长注入新活力。站在当前时点来看,矩阵型组织架构 2.0 的升级是应对当前公司 L 系列增程产品销量短期低迷、纯电产品市场拓展战略放缓等问题做出的有力应对措施,且公司自成立以来核心管理层稳定,对自身职能有着清晰的认知和可靠的执行力,并成功帮助公司在面对多轮市场不确定性时稳定了经营节奏,因此我们认为公司新一轮组织架构的升级将有望成为公司解决短期难题的重要基石,为公司未来发展注入新动力。

三、增程:L6 热销+智能化功能升级, 销量逐月提升

(一) L 系列 4 款产品, 均实现上市即热销

公司 L 系列拥有 4 款增程产品, 覆盖 25-45 万元价格区间。公司已在 L 系布局了完备的增程产品序列, 目前已拥有 L6/7/8/9 四款产品, 覆盖 25-45 万元价格区间, 其中 L7/8/9 最早于 2022 年下半年集中上市, 并于 2024 年初进行首次改款, L6 于 2024 年 4 月上市, 价格进一步下探至 25-30 万元价格区间, 补齐公司过去在此价格带的空缺。公司 L 系产品序列已基本成熟, 覆盖了中高端市场主力价格区间, 为公司奠定了坚实的品牌形象基础。

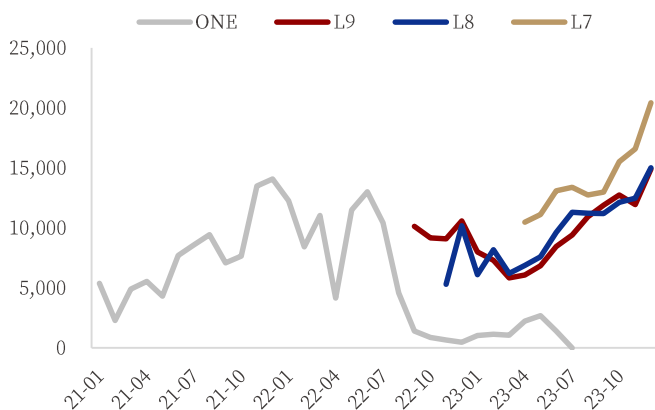
图16: 公司 L 系增程产品序列基本成熟, 覆盖 25-45 万元价格带

	理想L6	理想L7	理想L8	理想L9
				
首次上市时间	2024.4	2022.9	2022.9	2022.6
定价 (万元)	24.98-27.98万元	30.18-35.98万元	32.18-37.98万元	40.98-43.98万元
尺寸 (mm)	4925*1960*1735	5050*1995*1750	5080*1995*1800	5218*1998*1800
轴距 (mm)	2920	3005	3005	3105
座位布局	2-3	2-3	2-2-2	2-2-2

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

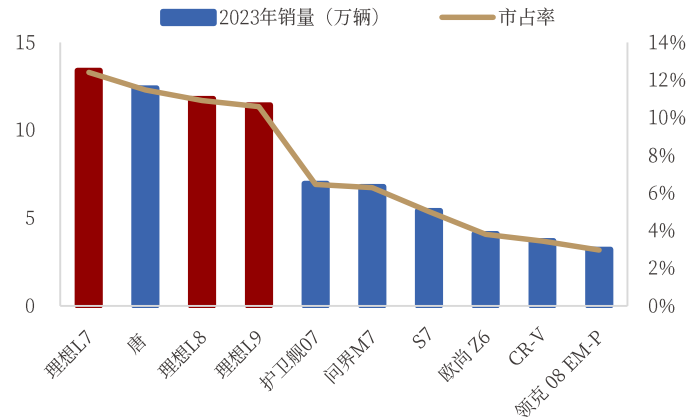
L 系列带动公司在 2023 年进入销量爆发期, 稳居细分市场龙头。2022 年 12 月, 理想 L8/9 单月交付量双双破万, 在经历了 2023 年初市场整体低迷期后, 伴随市场购车情绪回暖, 叠加 L7 上市交付, L 系列销量进入爆发期, 2023 年 8 月 L 系列首次实现全系车型单月交付量破万, 2023 年 12 月 L 系列月交付量突破 5 万, 全年实现交付 35.88 万辆, 在国内中大型 PHEV 市场中, L7/8/9 的 2023 年交付量分列第一、三、四位, 合计市占率达 33.9%, 稳居市场龙头。

图17: 2023 年公司 L 系列产品进入销量爆发期 (辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图18: 2023 年 L 系列产品在国内 B+级 PHEV 市场份额达到 33.9%



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

品牌独特定位形成出色产品定义能力，精准定位用户需求。我们认为驱动公司销量爆发的核心因素在于公司独特品牌定位所形成的出色产品定义能力，形成 B+级 SUV+增程+智能化的产品核心属性。公司瞄准家庭类消费群体，坚持“创造移动的家 创造幸福的家”的品牌使命，“家庭”代表了以夫妻为核心向上下代直系亲属延伸而组成的群体，且家庭用车通常为家庭中的首款产品，因而大空间、长续航、无里程焦虑、舱内娱乐等成为家庭消费群体的产品核心诉求，公司瞄准家庭用户核心诉求，推出真正符合家庭用车场景的产品。

图19: 公司品牌使命为“创造移动的家，创造幸福的家”



资料来源: 网易, 中国银河证券研究院

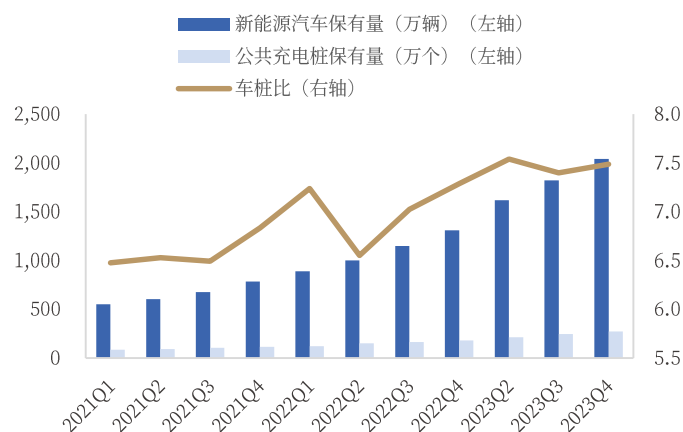
以 B+级增程式 SUV 产品切入市场，满足家庭用车场景需求。公司选择 B+级增程式 SUV 产品切入市场，一方面 B+级 SUV 能够满足家庭大空间需求，且公司首款产品理想 ONE 采用 2-2-2 的六座布局，并在之后的 L9/L8 延续座椅布局风格，更加适配家庭出行需求；另一方面，家庭出游通常行驶里程长且多处于节假日，在充电桩布局尚不完善、快充技术未成熟的阶段，纯电产品补能在家庭出游场景下困难度升高，增程产品“可油可电”特性不存在里程焦虑问题，更加符合家庭出游的用车需求，公司从家庭需求出发推出适配度高的产品，为产品热销奠定基础。

图20: 理想 ONE 采用 2-2-2 的六座布局，满足家庭出游需要



资料来源: 新浪, 中国银河证券研究院

图21: 公共充电桩建设滞后带来家庭出游场景补能难题



资料来源: Wind, 中国充电联盟, 中国银河证券研究院

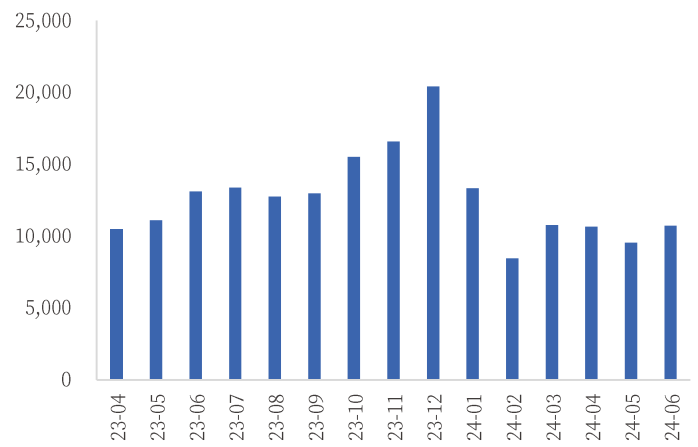
拓展五座车型丰富产品序列，验证公司产品定义能力。公司推出的 L7 车型在保持与 L8 轴距相同的情况下，首次采用五座布局，上市后快速成为市场爆款，首月交付破万，进一步验证了公司出色的产品定义能力。“家庭”在广义上涵盖以夫妻关系为核心的上下代直系亲属组成的家族群体，既包括二胎、三胎家庭，也包括一胎或暂无子女的年轻夫妻群体，后者对多座椅的需求相对较小，但仍对大空间、长续航、座舱娱乐等有明确需求，公司推出五座版产品，并将价格进一步下探，满足了年轻家庭群体需求，L7 的热销进一步验证了公司的出色产品定义能力，公司以深挖用户需求为出发点的产品设计理念是公司产品持续得到客户认可的核心所在。

图22: 理想 L7 首次采用五座布局



资料来源: 网易, 中国银河证券研究院

图23: 理想 L7 首月交付量破万, 2023 年 12 月单月交付量突破两万



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

创新五屏三维空间交互提升座舱娱乐体验，开创智能空间先河。公司在 L 系列首款产品 L9 上创新设计了包括方向盘屏幕、前排三联屏、后排娱乐屏在内的五屏三维空间，五个屏幕能够实现交互控制，配合车内 21 个高品质 PSS 扬声器组成的铂金音响系统，能够实现打游戏、看电影、K 歌、听音乐等多种娱乐功能，极大丰富座舱娱乐体验，开创行业智能空间先河。另外，L9 还配备了真皮按摩座椅、氛围灯、冰箱等设备，丰富智能空间功能。公司在 L 系列后续产品延续了独特的智能空间设计理念，在座舱领域形成了行业领先的市场口碑。

图24: 理想 L9 采用五屏三维交互设计开创智能空间先河

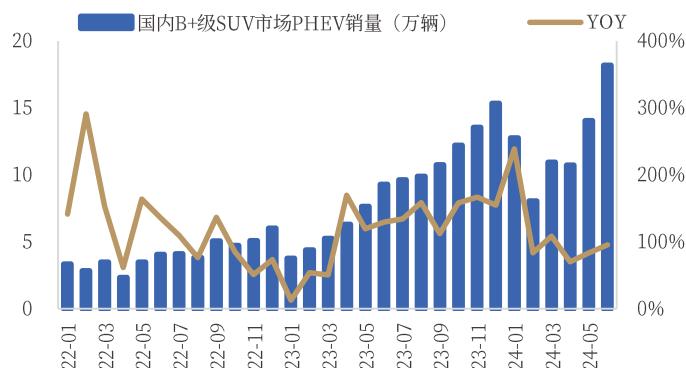


资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

B+级增程定位打开销量增长空间，智能化是突破外资垄断关键。过去 B+级 SUV 市场长期由德系、日系品牌垄断，如 BBA、丰田、大众等，2022 年头部外资品牌（BBA+丰田+大众）在国内 B+级 SUV 市场合计市占率稳定在 30%左右，品牌地位稳固，2023 年以来，理想 L 系列产品热销带动 B+级 SUV 市场的 PHEV 销量快速上升，全年销售 108.05 万辆，同比大增 123.37%，渗透率快速提升，2023 年以来，头部外资品牌市占率不断下滑至 20%左右，L 系列正逐渐实现对外资品牌的替代。对比燃油产品来看，我们认为 L 系列能够实现对外资头部品牌替代主要有两方面因素，一方面，

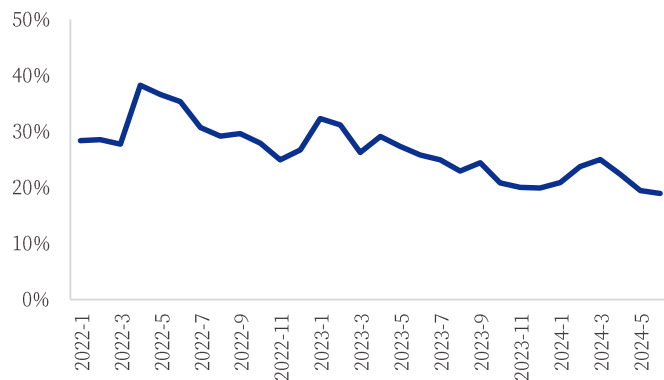
PHEV 产品不存在里程焦虑问题，驾驶体验与燃油车相近，并在加速性能、油耗方面领先；另一方面，领先的智能座舱和智能驾驶功能为消费者带来更新奇、更便捷、更舒适的驾乘体验，构成 L 系列的差异化核心竞争力。

图25: L 系列热销带动 B+级插混 SUV 市场在 2023 年快速扩张



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图26: 2023 年以来外资头部品牌在 B+级 SUV 市场市占率持续下行



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院 (统计口径包括 BBA、大众、丰田)

表2: 理想 L9 相比于同尺寸的 BBA 产品在加速、油耗、智能化配置等方面全面领先

车型	理想 L9 2022 款 MAX	宝马 X5 2022 款 xDrive 30Li M 运动套装	奥迪 Q7 2022 款 45 TFSI quattro S line 运动型	奔驰 GLE 2022 款 GLE 350 4MATIC 动感型
上市时间	2022.06	2022.03	2021.09	2021.11
厂商指导价 (万元)	45.98	60.50	63.28	69.98
长*宽*高 (mm)	5218*1998*1800	5060*2004*1779	5067*1970*1731	4930*1950*1795
轴距 (mm)	3105	3105	2996	2995
WLTC 综合油耗 (L/100km)	0.86 (亏电 7.8)	8.9	9.66	9.5
零百加速 (s)	5.3	7.3	7.1	7.4
智能驾驶配置				
车道居中保持	●	○	○	-
自动变道辅助	●	○	-	-
高速 NOA/城市 NOA	●	-	-	-
空气悬架/魔毯智能悬架	●	-	-	-
智能座舱配置				
中控屏幕尺寸	15.7 英寸	12.3 英寸	10.1 英寸	12.3 英寸
副驾娱乐屏尺寸	15.7 英寸	-	-	-
后排液晶屏幕尺寸	15.7 英寸	-	-	-
扬声器数量/杜比全景声	21/●	12 (16 选装) /-	10 (19 选装) /-	10-11 (13 选装) /-
车内环境氛围灯	256 色	多色	30 色	64 色
座椅功能 (第一排/第二排/第三排)	加热、通风、按摩/ 加热、通风、按摩/加热	加热、通风 (选装) / 加热 (选装) /-	加热、通风/ 加热 (选装) /-	加热、通风 (选装) / -/-

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选装)

（二）理想与华为实现遥遥领先，成功实现豪华市场新能源替代

公司 L 系列产品与问界系列定位存在显著差异，二者不构成直接竞争关系。公司产品始终定位于家庭用车，服务于家庭用车需求，问界系列产品则更具科技感、时尚感，二者目标消费群体不同，并不构成直接竞争关系。

图27：公司 L 系列产品定位为家庭旗舰



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

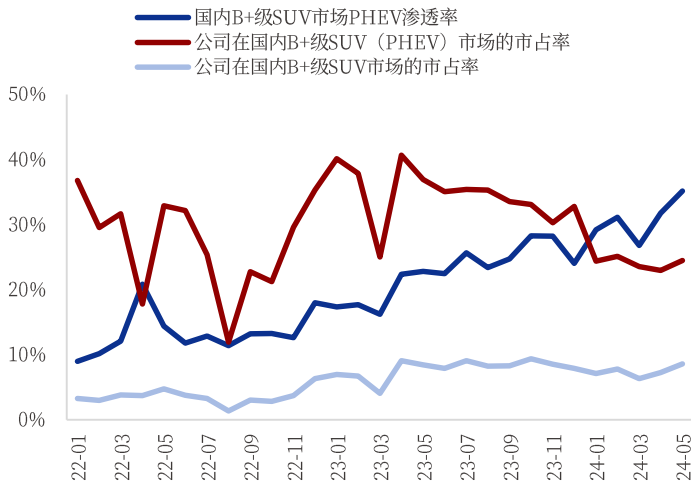
图28：问界系列产品更具科技感、时尚感



资料来源：问界官网，中国银河证券研究院

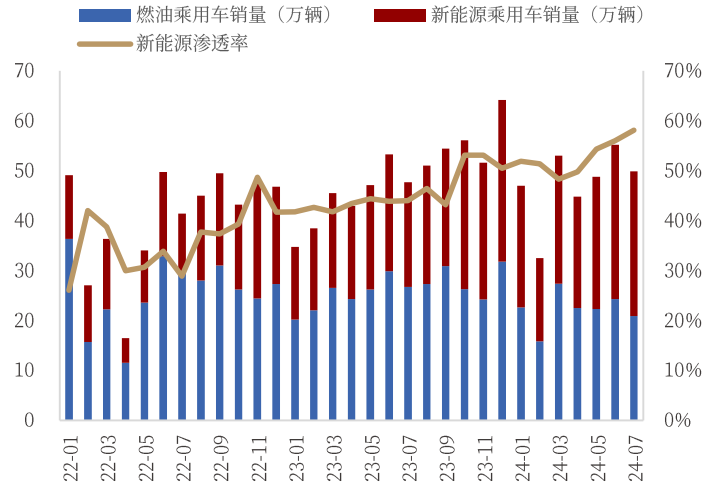
问界系列热销带动 PHEV 渗透率在 B+级 SUV 市场的新一轮加速提升，但公司市占率处于稳中有升态势，二者共同推动高端豪华市场的新能源替代。2023 年公司 L 系列产品热销在带动国内 B+级 SUV 市场 PHEV 渗透率持续提升的同时助力公司市占率不断提升，2023 年 1-9 月，公司 L 系列在国内 B+级 SUV（PHEV）市场市占率达到 35.33%，带动国内 B+级 SUV 市场 PHEV 渗透率同比上升 9.63pct 至 21.45%，2023 年 10 月以来，问界系列车型焕新后持续热销，为国内 B+级 SUV 市场 PHEV 渗透率的持续上升增添新动力，由于问界系列带动细分市场规模扩大，公司在细分市场的市占率有所下滑，但在国内 B+级 SUV 市场整体市占率仍处于稳中有升态势，2024 年 1-4 月，公司 L 系列在国内 B+级 SUV 市场的市占率为 6.95%，同比+0.54pct，5 月 L6 的上市带动公司单月市占率上升至 8.61%，同比+0.21pct，环比+1.45pct，6 月进一步上升至 10.30%，同比+2.42pct，环比+1.69pct。复盘细分市场销量及公司市占率变化趋势来看，我们认为，问界等车型并未与公司产品形成直接竞争与替代关系，二者仍在凭借领先的性价比与智能化技术合力持续驱动自主品牌对 BBA 等豪华品牌的国产替代。从未来市场空间来看，据中汽协数据，2024 年 1-7 月 25-50 万元价格区间乘用车合计销售 331.2 万辆，同比+6.91%，新能源渗透率为 52.96%，同比+9.74pct，当前高端豪华市场仍具有广阔的新能源替代空间，自主品牌有望继续共同受益于高端豪华市场新能源转型带来的市场扩容红利。

图29: 问界未构成对公司L系列的直接替代



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图30: 25-50万元价格区间新能源替代空间广阔

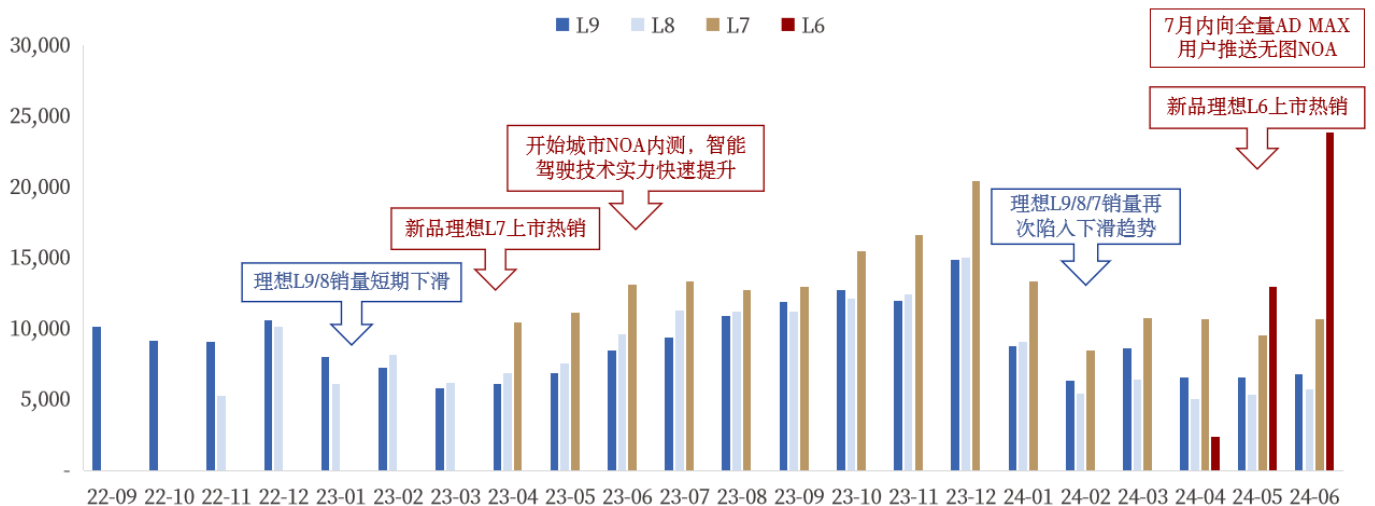


资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

(三) 智能化技术进步, 带动公司销量逐月提升创新高

L系列产品新品上市与智能化水平迭代有望再次成为公司销量增长的核心驱动力。2024年初公司L系列产品销量短期有所下滑, 复盘公司销量历史表现来看, L9/8也曾在2023年初经历销量短期下滑, 我们认为, 在年初行业整体处于淡季的影响因素之外, 公司产品销量在2023年的短期下滑主要是由于产品在经历了上市初的热销后, 订单增长趋于平缓, 叠加市场竞争激烈背景下燃油车企持续降价以吸引消费者, 影响了产品的短期销量, 但公司通过两方面举措实现了销量的提振, 一方面是新品发布, 公司采用自上而下的产品布局策略, 奠定了公司的高端品牌形象, L7下探至更低价格区间, 扩大了消费者触达范围, 提升了品牌知名度, 配合公司高端品牌形象驱动了公司L9/8销量的上涨; 另一方面是智能化技术升级, 2023年6月公司开启城市NOA内测, 智能驾驶技术升级, 提升公司产品技术竞争力, 驱动产品热度上升。

图31: 公司有望再次通过新品L6上市叠加智能化技术推动销量增长



资料来源: Marklines, 公司官网, 搜狐, 腾讯, 中国银河证券研究院

我们认为当前公司已经进入新一轮的新品发布与智能化技术迭代周期, 公司销量有望依靠新品上市带来的品牌口碑扩散和智能化技术进步带来的技术竞争力提升重新回到上升通道:

- 1、新车型发布: 理想L6下探至25-30万元价格带, 上市第三月销量突破2万辆, L7/8/9改款升级提升产品性价比

理想 L6 上市订单火爆，月交付量快速升至 2 万以上。理想 L6 于 4 月 18 日正式上市，售价 24.98-27.98 万元，采用全新独立设计，定位为五座中大型 SUV，进一步带动公司产品价格带向下延伸。凭借前期建立的品牌形象与产品高性价比优势，L6 上市后订单火爆，4 月 18 日-5 月 5 日首销期内累计订单超过 4.1 万辆，上市后首个完整交付月销量突破 1 万辆，第二个月销量突破 2 万辆。

图32: L6 上市首销期累计订单超过 4.1 万台



资料来源: 网易, 中国银河证券研究院

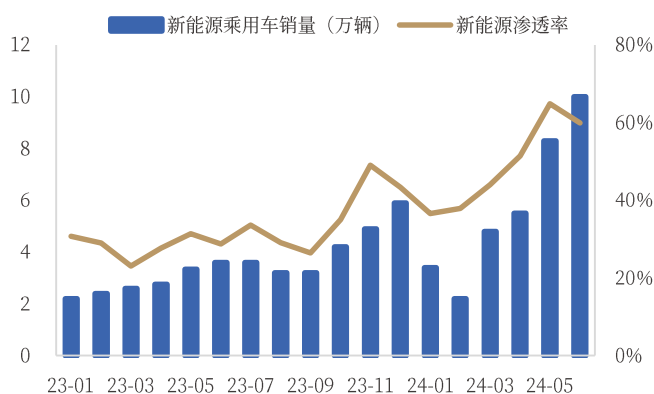
图33: 理想 L6 上市第二个完整交付月销量破两万



资料来源: 网易, 中国银河证券研究院

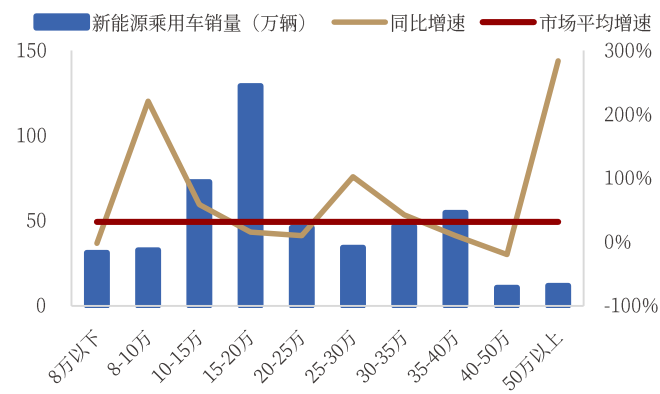
25-30 万元价格区间新能源市场竞争格局好，渗透率提升空间大。25-30 万元的乘用车市场过去是 PHEV 产品真空价格带，2023 年 9 月前新能源渗透率在 30% 左右，主要是 Model Y 等纯电车型，问界 M7、理想 L6 的相继上市带动该价格带新能源渗透率持续上升，据中汽协数据，2024 年上半年，25-30 万元价格带新能源乘用车销售 34.2 万辆，同比增长 102.4%，显著高于 31.4% 的新能源乘用车市场平均增速，新能源渗透率达到 51.7%，其中 6 月单月渗透率达到 59.9%。当前 25-30 万元价格带 PHEV 产品较少，竞争格局好，渗透率提升空间已初步被 M7、L6 等车型打开，市场规模有望持续扩大。

图34: 2024 年以来 25-30 万元价格区间新能源乘用车销量快速提升



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

图35: 2024 年 H1 25-30 万元新能源乘用车销量增速高于市场均值



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

L6 智能化优势明显，有望持续推进对外资品牌豪华车的替代进程。从基础性能来看，理想 L6 在车内空间、加速等方面领先于宝马 X3、奥迪 Q5、丰田汉兰达等竞品车型，在智能化配置方面，理想 L6 在高级别智能驾驶和智能座舱配置上全面领先，智能化功能仍是公司产品相比于外资品牌豪华车的核心竞争优势所在，将继续成为公司推进产品对豪华车替代进程的核心助力。

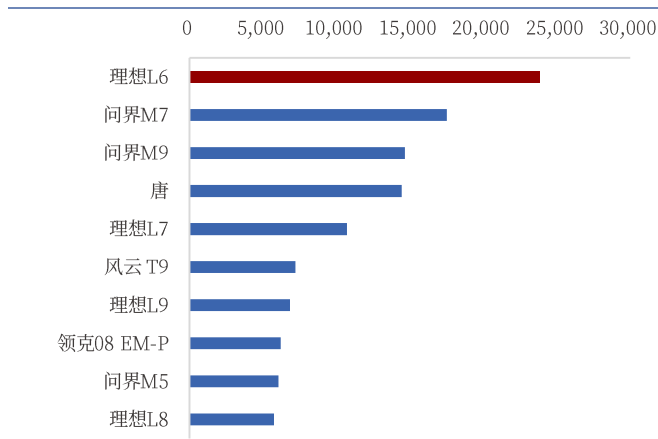
表3: 理想 L6 相比于同尺寸的 BBA 产品在加速、智能化配置等方面全面领先

车型	理想 L6 2024 款 MAX	宝马 X3 2023 款 xDrive 25i M 运动套装	汉兰达 2024 款 2.5L 智能 电混双擎四驱尊贵版 7 座	奥迪 Q5L 2024 款 40 TFSI 时尚动感型
上市时间	2024.04	2023.09	2024.05	2023.10
厂商指导价 (万元)	27.98	39.96	30.98	39.88
经销商参考价 (万元)	27.98	30.80 起	27.98 起	27.12 起
长*宽*高 (mm)	4925*1960*1735	4737*1891*1689	4965*1930*1750	4770*1893*1667
轴距 (mm)	2920	2864	2850	2907
WLTC 综合油耗 (L/100km)	0.72(亏电油耗 6.9)	8.5	5.97	7.77
零百加速 (s)	5.4	8.9	-	-
智能驾驶配置				
自动泊车入位	●	○	-	○
记忆泊车	●	-	-	-
自动变道辅助	●	○	-	-
高速 NOA/城市 NOA	●	-	-	-
智能座舱配置				
中控屏幕尺寸	15.7 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	10.1 英寸
副驾娱乐屏尺寸	15.7 英寸	-	-	-
手势控制/声纹识别	●/●	-/-	-/●	-/-
扬声器数量/杜比全景声	19/●	6 (16 选装) /-	6/-	10 (19 选装) /-
车内环境氛围灯	256 色	11 色	-	单色 (30 色选装)
座椅功能 (第一排/第二排)	加热、通风、按摩/ 加热、通风	加热/-	加热/-	加热 (选装) / 加热 (选装)

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选装)

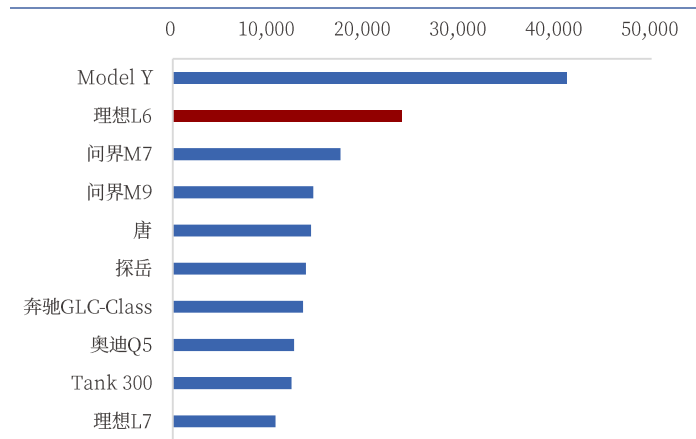
L6 快速成为细分市场销量冠军, 带动品牌知名度进一步提升。据 Marklines 数据, 6 月国内 B+级 SUV 市场的 PHEV 车型中, 理想 L6 以 2.39 万辆的销量成绩首次问鼎冠军, 成为细分市场下唯一一个当月销量破 2 万的车型, 在整个国内 B+级 SUV 市场中, 理想 L6 销量仅次于 Model Y, 位居第二位。价格带的下探进一步扩大了公司的市场影响力, 产品热销带动品牌知名度不断提升, 有望对公司全系产品销量起到拉动效应。

图36: L6 排名 6 月国内 B+级 SUV 市场 PHEV 销量榜首 (辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图37: L6 排名 6 月国内 B+级 SUV 市场销量第二名 (辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

L7/8/9 焕新升级提升产品竞争力，有望受益于 L6 销售热潮。3 月 1 日，公司正式发布 2024 款 L7/8/9，在保持价格不变的情况下，对动力、底盘、座舱、安全、智驾等核心部件进行全面升级，产品性价比明显提升，随后公司为进一步提振销量，在 4 月 22 日下调新款 L7/8/9 价格，降价幅度 1.8-2.0 万元，产品性价比优势进一步凸显，从公司销量历史表现来看，更低价格带产品热销带来的品牌知名度提升能够扩大品牌对消费者的触达范围，进而对现有产品形成销量拉动效应，预计 L6 销售热潮亦将对新款 L7/8/9 的销量形成拉动作用，推动公司全系列产品销量持续增长。

图38：新款 L7 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级

理想L7 Air	319,800元	理想L7 Pro	349,800元	理想L7 Max	379,800元
增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池42.8kWh • CLTC纯电续航225km • CLTC综合续航1360km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧) 	增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池42.8kWh • CLTC纯电续航225km • CLTC综合续航1360km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧) 	增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池52.3kWh • CLTC纯电续航286km • CLTC综合续航1421km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧)
空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 下沉式中央储物格 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P • RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 高级音响系统 	空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 智能冷暖双用冰箱 • 下沉式中央储物格 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P • RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 铂金音响系统 	空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 智能冷暖双用冰箱 • 下沉式中央储物格 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P高性能版 • 前后RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 后排15.7英寸LCD屏幕 • 铂金音响系统
智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Pro • J5芯片x1 • 800万像素摄像头x1 • 200万像素摄像头x5 • 300万环视摄像头x4 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 	智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Max • Orin-X 芯片x2 • 800万像素摄像头x6 • 200万像素摄像头x1 • 300万环视摄像头x4 • 128线激光雷达x1 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 	智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Max • Orin-X 芯片x2 • 800万像素摄像头x6 • 200万像素摄像头x1 • 300万环视摄像头x4 • 128线激光雷达x1 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器

资料来源：易车，中国银河证券研究院

图39：新款 L8 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级

理想L8 Air	339,800元	理想L8 Pro	369,800元	理想L8 Max	399,800元
增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池42.8kWh • CLTC纯电续航225km • CLTC综合续航1360km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧) 	增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池42.8kWh • CLTC纯电续航225km • CLTC综合续航1360km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧) 	增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池52.3kWh • CLTC纯电续航286km • CLTC综合续航1421km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Pro (CDC减振器+单腔空气弹簧)
空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 二排右侧小桌板 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P • RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 高级音响系统 	空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 智能冷暖双用冰箱 • 二排右侧小桌板 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P • RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 铂金音响系统 	空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 一、二排SPA级十点按摩 • 智能冷暖双用冰箱 • 二排右侧小桌板 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P高性能版 • 前后RGB+IR视觉模组 • 双阵列式麦克风 • 后排15.7英寸LCD屏幕 • 铂金音响系统
智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Pro • J5芯片x1 • 800万像素摄像头x1 • 200万像素摄像头x5 • 300万环视摄像头x4 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 	智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Max • Orin-X 芯片x2 • 800万像素摄像头x6 • 200万像素摄像头x1 • 300万环视摄像头x4 • 128线激光雷达x1 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 	智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Max • Orin-X 芯片x2 • 800万像素摄像头x6 • 200万像素摄像头x1 • 300万环视摄像头x4 • 128线激光雷达x1 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器

资料来源：易车，中国银河证券研究院

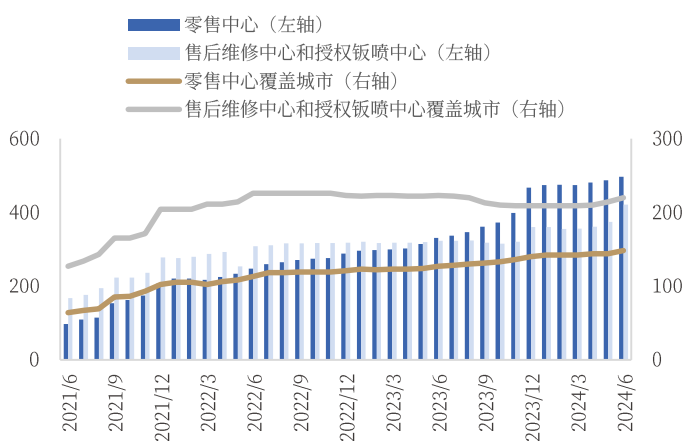
图40: 新款 L9 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级

理想L9 Pro 429,800元		理想L9 Max 459,800元	
增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池52.3kWh • CLTC纯电续航 280km • CLTC综合续航 1412km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Max (CDC减振器+空气弹簧) 	增程电动 <ul style="list-style-type: none"> • 电池52.3kWh • CLTC纯电续航280km • CLTC综合续航1412km 	底盘系统 <ul style="list-style-type: none"> • 魔毯空气悬架Max (CDC减振器+空气弹簧)
空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 二排右侧零重力座椅 • 主驾零重力座椅 • 一、二排SPA级十六点按摩 • 智能冷暖双用水箱 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P高性能芯片 • 前后RGB+声视觉模组 • 双麦阵列式麦克风 • 前排双15.7英寸Gen4 OLED 屏幕 • 后排15.7英寸Gen4 OLED 屏幕 • 铂金音响系统 	空间舒适 <ul style="list-style-type: none"> • 二排右侧零重力座椅 • 主驾零重力座椅 • 一、二排SPA级十六点按摩 • 智能冷暖双用水箱 	智能空间 <ul style="list-style-type: none"> • 高通骁龙8295P高性能芯片 • 前后RGB+声视觉模组 • 双麦阵列式麦克风 • 前排双15.7英寸Gen4 OLED 屏幕 • 后排15.7英寸Gen4 OLED 屏幕 • 铂金音响系统
智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Pro • J5芯片x1 • 800万像素摄像头x1 • 200万像素摄像头x5 • 300万像素环视摄像头x4 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 	智能驾驶 <ul style="list-style-type: none"> • AD Max • Orin-X 芯片x2 • 800万像素摄像头x6 • 200万像素摄像头x1 • 300万像素环视摄像头x4 • 128线激光雷达x1 • 毫米波雷达x1 	安全与健康 <ul style="list-style-type: none"> • 双腔远端安全气囊 • 全车9个安全气囊 • 负离子发生器 • 二氧化碳传感器 • 行车电动踏板

资料来源: 易车, 中国银河证券研究院

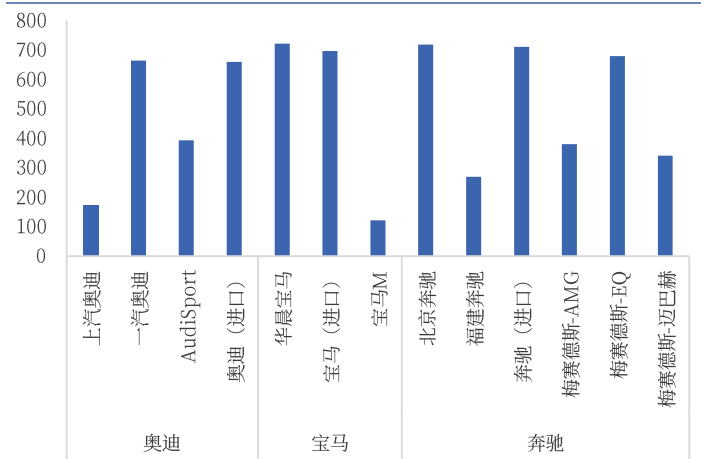
年底渠道规划建设至 800 家, 为销量增长提供重要支撑。截止 2024 年 6 月底, 公司已经在全国 148 个城市形成 497 家零售中心, 在 220 个城市形成 421 家售后维修中心和授权钣喷中心, 自 2023 年 Q4 以来, 公司渠道扩张呈现加速态势, 公司董事长李想在 2023 年财报电话会表示 2024 年底计划将零售中心增加至 800 家。对比当前豪华品牌 BBA 来看, 据汽车之家数据, 截止 2024 年 7 月 26 日, 奥迪、宝马、奔驰三大品牌与汽车之家合作的经销网点数量分别为 1889 家、1541 家、3099 家, 即使考虑到网点间的重合情况, 各家经销网点数也基本在 1000 家之上, 对比来看公司销售渠道目前与一线品牌相比仍有差距, 销售渠道的扩张仍对公司提高品牌触达范围具有关键性作用, 零售中心的增加有望支撑公司销量在新产品、新技术带动下的不断增长。

图41: 2023 年 Q4 以来公司渠道扩充加速 (个)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图42: BBA 在华经销渠道数量均超过 1000 家 (个)



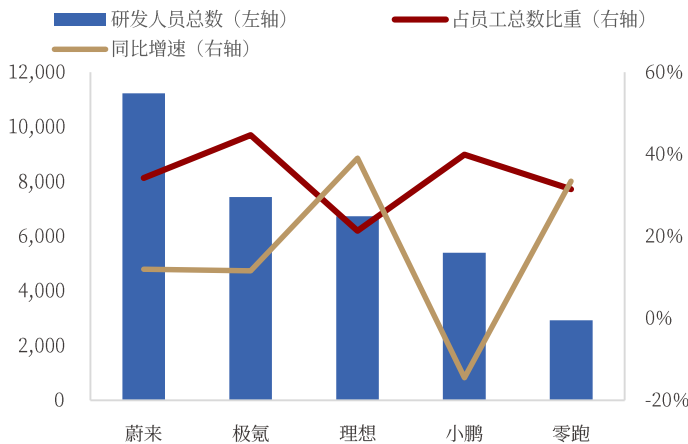
资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

2、智能座舱+智能驾驶全面升级, 公司技术实力迈上新台阶

快速积累研发资源, 研发效率行业领先。截止 2023 年底, 公司研发人员数量为 6726 人, 同比增长 39.02%, 占总人数比重的 21.29%, 相比于新势力友商, 公司的研发人员数量和占比较低, 从人

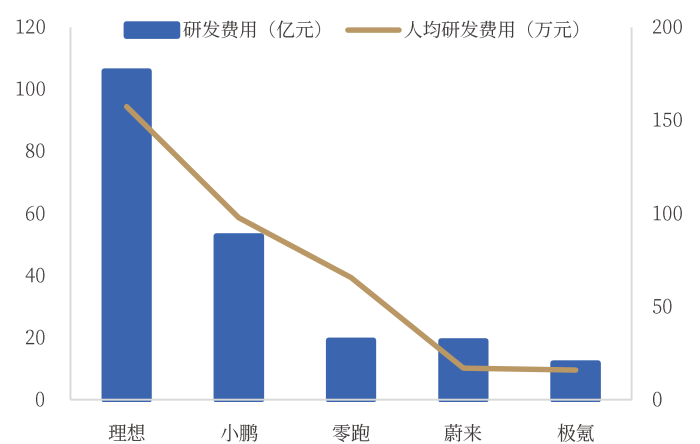
均研发费用来看，2023 年公司人均研发费用达到 157 万元，远高于新势力友商，公司整体研发效率行业领先，研发人员数量与研发费用的快速增长为公司智能化技术的迭代打下坚实基础。

图43：2023 年公司研发人员数量增速快于新势力友商（人）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图44：2023 年公司人均研发费用领先于新势力友商



资料来源：Wind，各公司公告，中国银河证券研究院

1) 智能座舱：多模态认知大模型上车，智能空间再进化

自研多模态大模型 Mind GPT，引领车载空间进入 AI 时代。2023 年 12 月 10 日，公司在智能软件发布会上正式发布全自研多模态认知大模型 Mind GPT，基于理想同学的重点应用场景，量身定制覆盖 111 个领域、超过 1000 种以上的专属能力，并获得了 C-Eval 中文大模型综合性能测评榜和 CMMLU 中文大模型综合性评估基准双榜冠军，性能表现出众。2024 年 3 月 28 日，公司宣布 Mind GPT 正式通过国家《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案，成为首个通过该备案的汽车厂商自研大模型，带动车载空间正式进入 AI 时代，进一步推动公司在智能座舱领域的技术领先优势。

图45：公司发布的智能空间 3.0 新增多项全新功能



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图46：公司在智能座舱引入自研多模态认知大模型



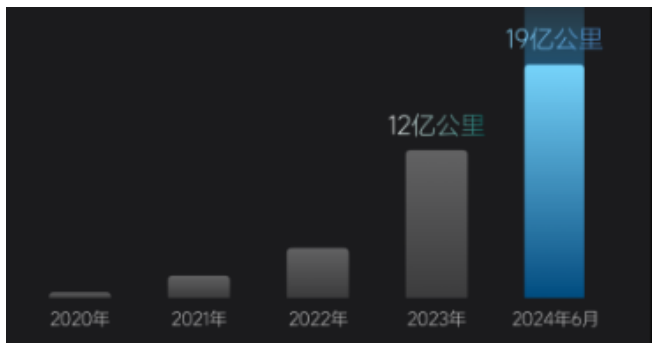
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2) 智能驾驶：向 AD MAX 用户全量推送无图 NOA，端到端架构+VLM 模型打造下一代系统

全量推送无图 NOA，智驾能力进入行业第一梯队。7 月 5 日，公司在 2024 年智能驾驶夏季发布会上宣布 7 月内将向 AD Max 全量用户推送全国都能开的无图 NOA，7 月中旬，公司推送的 OTA6.0 版本正式更新全场景智能驾驶 (NOA) 和城市智能驾驶 (NOA)，成为国内继华为后第二个实现全国无图 NOA 量产的企业。2024 年上半年，公司智驾累计里程增长 7 亿公里至 19 亿公里，基于产品热销带来的用户规模优势，公司快速积累智驾里程，为无图 NOA 功能的加速落地贡献核心助力。公司本次的无图 NOA 功能更新在安全方面进行了复杂路口、夜间 AEB、AES (自动紧急转向)、低速 AEB 四大能力的升级，进一步扩展使用场景，并带来智能驾驶安全性的全面提升。当

前公司智驾能力已进入行业第一梯队，无图 NOA 的量产补足了公司过去在智驾能力上的欠缺，完善了公司产品的智能化属性，带来产品技术竞争力的显著提升。

图47：2023 年以来公司智驾里程快速累计



资料来源：新浪，中国银河证券研究院

图48：公司新版无图 NOA 功能提升四大主动安全能力



资料来源：有驾网，中国银河证券研究院

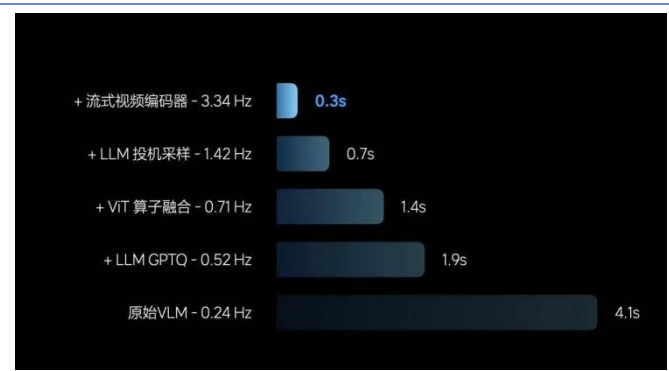
下一代系统采用端到端架构+VLM 模型，突破智能驾驶能力边界。公司在 2024 年智能驾驶夏季发布会上表示下一代智驾系统将采用端到端架构+VLM 模型。端到端架构最早由特斯拉提出，通过将感知、决策、控制三个核心模块结合，直接实现由图像输出到车辆控制，公司所采用的端到端架构将感知与决策模块融合，输入端是传感器信息，输出端是行驶轨迹，从而实现更强大的通用障碍物理理解能力、超视距导航能力、道路结构理解能力，以及更拟人的路径规划能力。另外，公司受到诺贝尔奖得主丹尼尔·卡尼曼的“快慢系统理论”启发，在端到端系统之外加入 VLM（视觉语言模型），用于解决复杂的交通场景（占日常驾驶的约 5%），提升驾驶安全性。同时，公司首次将 VLM 部署到车端芯片，能够将推理时间由最早的 4.1s 缩短至 0.3s，极大地降低了时延对智驾系统的影响。凭借领先的智驾研发水平和创新性的技术方案架构，公司有望突破当前智驾系统的能力边界，推动智能驾驶成熟度的持续提升。

图49：公司下一代智驾系统采用端到端架构+VLM 模型



资料来源：搜狐，中国银河证券研究院

图50：公司通过将 VLM 部署到车端芯片大幅缩短推理时间



资料来源：搜狐，中国银河证券研究院

公司在自主品牌中率先采用“One Model”智驾大模型方案，技术能力出色。当前主流的智驾大模型分为“One Model”和“Two Model”，区别主要在于实现从传感器信号输入到驾驶决策信号输出所需要的模型数量，“One Model”代表企业为特斯拉与理想，公司的“One Model”方案能够实现传感器信号输入到规划轨迹输出，相较于特斯拉缺少控制部分，但相比于“Two Model”方案实现了更高的集成化，展现出公司出色的技术能力。由于技术难度更高，公司“One Model”目前仅开启早鸟计划，相较于“Two Model”方案头部车企相继量产上车略有落后。

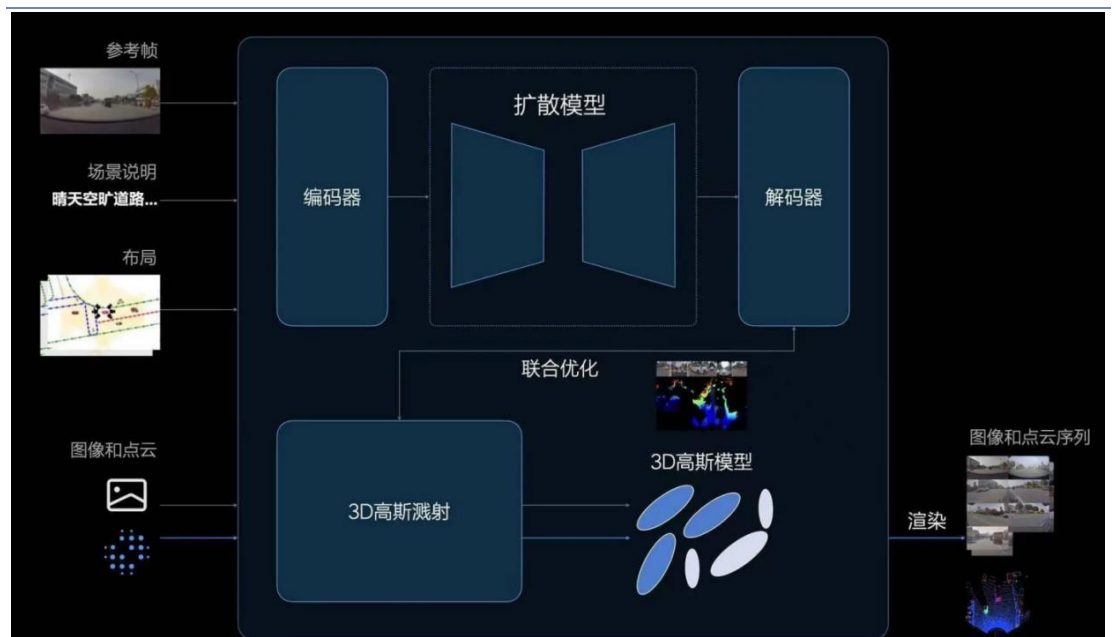
表4: 公司在自主品牌中率先采用“One Model”智驾大模型方案

车企	技术架构	端到端模型输入数据	端到端模型输出数据	当前最新进展
特斯拉	-	视觉等传感器信号	转向、刹车、加速等车辆控制信号	FSD v12 全面进入“端到端”架构，2024年7月最新版本 V12.5 已在美国上市，参数量达到 V12.4 的四倍。
理想	端到端+VLM	视觉、激光雷达等传感器信号	规划轨迹	成立约 200 人的端到端自动驾驶实体组织，大模型系统已开启早鸟计划。
小鹏	感知大模型 XNet+规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain	视觉、激光雷达等传感器信号	驾驶决策信号	2024年5月20日宣布“端到端”大模型量产上车。
蔚来	感知模型+规控模型	视觉、激光雷达等传感器信号	驾驶决策信号	整合感知和规控变成大模型团队，集成团队为交付团队。
华为	感知模型 GOD+决策规划模型 PDP	视觉、激光雷达等传感器信号	驾驶决策信号	8月6日上市的享界 S9 首发 ADS3.0，率先实现大模型上车。
极氪	场景认知大模型 (SCM) +交互式规控大模型 (IPM)	视觉、激光雷达等传感器信号	驾驶决策信号	8月15日上市的 2025 款极氪 001 搭载浩瀚智驾 2.0 系统，率先实现大模型上车。

资料来源: 有驾网, 搜狐, 新浪, 腾讯, 中证网, 中国银河证券研究院

利用生成式 AI 创新仿真场景，提升新智驾系统表现。过去的智能驾驶仿真测试主要通过虚拟仿真、重建仿真等实现，公司利用生成式 AI 带来的生成仿真，配合重建仿真搭建了世界模型，把真实数据通过 3DGS（3D 高斯溅射）进行重建，并使用生成模型补充新视角，在云端为自动驾驶系统能力的学习和测试创造了更优的虚拟环境，推动智驾系统表现的不断提升。

图51: 公司利用生成式 AI 构建世界模型用于智能驾驶仿真测试



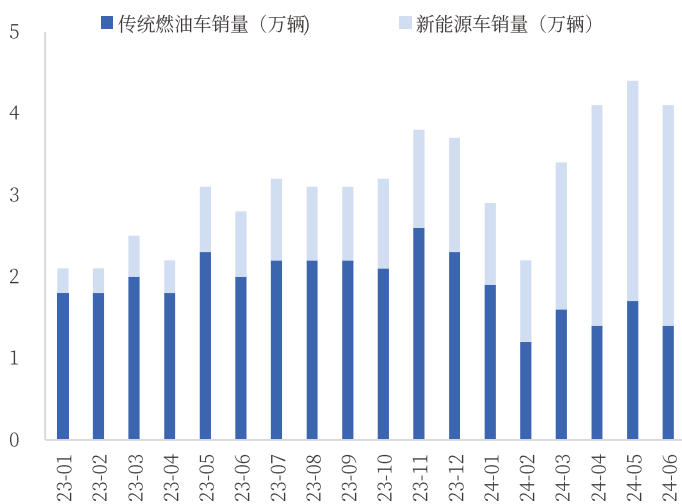
资料来源: 搜狐, 中国银河证券研究院

四、纯电：超充站布局提速为高端纯电产品奠基

(一) 市场空间偏小叠加基础设施不足制约纯电产品短期销量增长

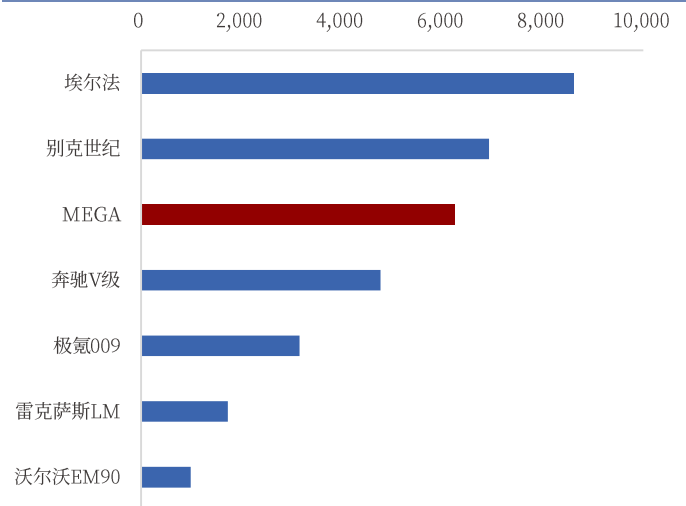
受市场空间偏小与充电基础设施布局尚不完善两方面因素影响，MEGA 上市后销量表现略显平淡。公司首款纯电产品 MEGA 于 3 月 1 号正式上市，定位纯电 MPV，定价 55.98 万元，后降价至 52.98 万元。据 Marklines 数据，2024 年上半年，MEGA 实现零售销量 6233 辆，整体表现较公司预期有所差距，主要受到两方面因素影响，一方面，50 万元级 MPV 市场容量较小，据中汽协数据，2024 年上半年，50 万元以上价格带乘用车实现销售 21.1 万辆，占车市比重偏小，据 Marklines 数据，2024 年上半年，50 万元以上价格带的 MPV 零售量约为 3.2 万辆，其中埃尔法上半年零售 8608 辆，别克世纪零售 6929 辆，MEGA 排名第三位，从细分市场排行来看已有不俗表现，但整体销量受制于市场容量影响，与 L 系列产品相比有所差距；另一方面，豪华产品目标客户对纯电产品的补能体验与效率要求更高，在充电桩布局尚不完备的情况下影响了车主的转化。尽管 MEGA 上市后销量表现略显平淡，但作为公司定价最高的旗舰产品，MEGA 将在公司稳固高端品牌定位、进一步提升品牌形象等方面发挥更多作用，在未来纯电产品下探价格带并打开市场空间的过程中发挥基石作用。

图52：今年以来 50 万元以上价格区间乘用车市场月均销量不足 4 万



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

图53：今年以来 50 万元以上 MPV 市场月均销量不足 6000 (辆)



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

MEGA 性能超越百万级 MPV，树立高端品牌形象。在车内空间、驾驶舒适度、智能驾驶、智能座舱等方面，MEGA 全面超越埃尔法、雷克萨斯 LM 等百万级 MPV 产品，成为 MPV 市场的标杆车型。类比增程系列产品，公司在纯电系列上沿用了自上而下的产品谱系布局战略，以旗舰新品树立高端品牌形象，为公司接下来的新品上市打下基础。

表5: MEGA 在车内空间、驾驶舒适度、智能驾驶、智能座舱等方面全面超越百万级豪华 MPV

车型	理想 MEGA 2024 款 Ultra	埃尔夫 2024 款 双擎 2.5L 尊贵版	雷克萨斯 LM 2023 款 350h 七座隼雅版	奔驰 V 级 2022 款 V 260 尊贵版
上市时间	2024.03	2023.06	2023.08	2022.12
厂商指导价 (万元)	52.98	89.90	119.90	58.68
长*宽*高 (mm)	5350*1965*1850	5005*1850*1950	5125*1890*1940	5140*1928*1920
轴距 (mm)	3300	3000	3000	3200
空气悬架	● (魔毯智能悬架)	-	-	●
智能驾驶配置				
自动泊车入位	●	-	●	●
记忆泊车	●	-	-	-
自动变道辅助	●	-	●	-
远程召唤	●	-	-	-
高速 NOA/城市 NOA	●	-	-	-
智能座舱配置				
中控屏幕尺寸	15.7 英寸	14 英寸	14 英寸	10.25 英寸
副驾娱乐屏尺寸	15.7 英寸	-	-	-
后排娱乐屏尺寸	17 英寸	-	14 英寸	-
手势控制/声纹识别	●	-	-	-
扬声器数量/杜比全景声	21/●	15/-	21/-	15/-
车内环境氛围灯	256 色	64 色	64 色	3 色
座椅功能 (第一排/第二排/第三排)	加热、通风、按摩/ 加热、通风、按摩/加热	加热、通风 /加热、通风、按摩/-	加热、通风 /加热、通风、按摩/-	加热、通风/ 加热、通风、按摩/-

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配)

(二) 超充站布局提速, 为纯电产品打开远期销量增长空间

2025 年形成完备产品布局, 覆盖 20 万元以上家庭用户需求。在 2023 年 4 月举办的“双能战略”新闻发布会上, 公司表示到 2025 年将形成“1 款超级旗舰+5 款增程电动车型+5 款高压纯电车型”的产品布局, 面向 20 万以上的市场, 全面满足家庭用户需求, 到 2025 年底, 公司还有多款高压纯电产品上市, 补齐纯电产品矩阵, 助力公司成为高端新能源车市场的领军者。

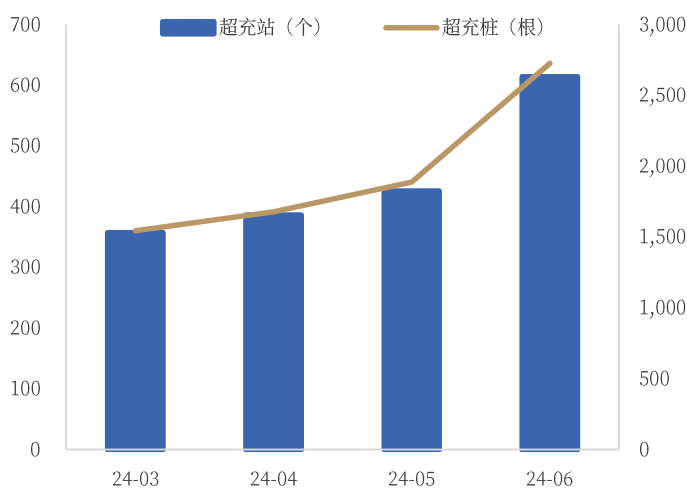
图54: 2025 年公司 will 形成“1 款超级旗舰+5 款增程电动车型+5 款高压纯电车型”的产品布局



资料来源: 新浪, 中国银河证券研究院

超充桩建设提速，引领纯电产品进入高压快充时代。据公安部数据，2024年上半年全国新能源汽车保有量达2472万辆，据中国充电联盟数据，截止2024年6月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩312.2万台，二者存在较为明显的不匹配情况，加之高端产品车主对补能体验的要求更高，补能体系的落后已成为制约高端纯电产品销量增长的核心因素。公司品牌定位为家庭用车，产品使用场景覆盖更多长途出行，对纯电产品的补能速率、便捷度等有着更高要求，因此公司计划在全系纯电产品上搭载高压快充技术，并通过自建超充站提升用户补能体验，截止2024年6月，公司已建成614座超充站，拥有2726根超充桩，其中6月单月新建188座超充站和838根超充桩，截止7月28日，公司达成700座超充站，最新100座超充站建设仅用时28天，建设进展提速，公司计划年底在全国高速+城市开放超1万根充电桩，形成初步成熟的补能体系。凭借领先的超充补能体系建设进展，公司有望引领高端纯电产品的高压快充技术发展，通过补能体系优势在高端纯电市场形成差异化竞争力。

图55: 2024年6月以来公司超充站建设加速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

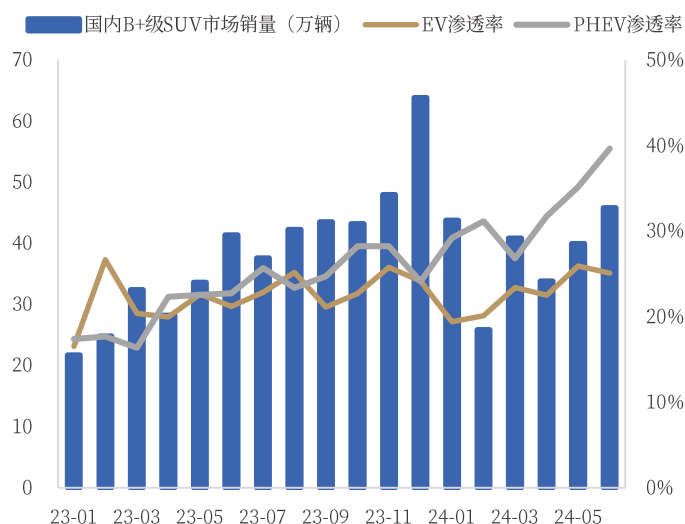
图56: 截止7月28日公司达成700座超充站建设



资料来源: 公司官方公众号, 中国银河证券研究院

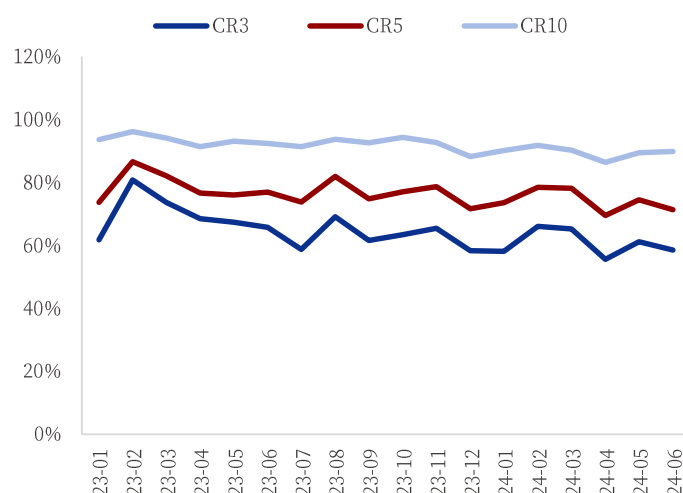
高端纯电 SUV 市场空间广阔，当前竞争格局较好。据 Marklines 数据，2024年上半年，国内 B+级 SUV 市场销售 EV 产品 52.69 万辆，同比+35.84%，渗透率同比+1.60pct 至 22.90%，销售 PHEV 产品 74.73 万辆，同比+103.64%，渗透率同比+12.32pct 至 32.49%，当前 B+级 SUV 市场的 EV 渗透率仍有较大的上升空间，未来补能体系完备度提升有望继续打开高端 EV 市场空间。从竞争格局来看，当前 B+级纯电 SUV 市场的竞争格局较优，除长期占据首位的特斯拉外，其他自主品牌的市场竞争格局较为分散，据 Marklines 数据，2024年上半年，国内 B+级纯电 SUV 市场的 CR3、CR5、CR10 分别为 60.26%、72.90%、87.02%，其中特斯拉市场份额为 39.44%，公司有望凭借领先的补能体系布局，叠加公司自首款产品以来展现的出色产品定义能力和智能化技术的进步，成为未来高端纯电 SUV 市场的头部玩家。

图57: 2024 年以来国内高端纯电 SUV 销量增长放缓



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图58: 当前国内 B+级纯电 SUV 市场竞争格局较为分散



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

五、投资建议及估值

预计公司全年销量 53.5 万辆，2025 年起纯电 SUV 产品开始贡献销量。下半年公司 L7/8/9 销量有望呈现回升态势，L6 作为公司新一代明星产品贡献销售主要增量，预计全年可实现销量 53.5 万辆，同比 2023 年增长 42.28%。2025 年公司有望上市三款纯电 SUV 产品，初步构建起纯电产品矩阵，2026 年公司纯电产品有望加速实现对增程及燃油产品的替代，预计将接替增程产品成为公司销量的主要构成部分。

表6: 预计 2024 年公司全年销量 53.5 万辆，2025 年纯电 SUV 产品开始贡献销量（万辆）

动力类型	车型	2024H1	2024E	2025E	2026E
增程车型	L9	4.37	9.72	12	6
	L8	3.71	8.05	12	6
	L7	6.35	15.15	16	8
	L6	3.92	19.72	25	15
纯电车型	MEGA	0.56	0.86	1.5	2.5
	W02 (对应 L9)				14
	W03 (对应 L8)			10	16
	W04 (对应 L7)				18
	W05 (对应 L6)				10
合计		18.9	53.5	76.5	95.5
YOY		43.81%	42.28%	42.99%	24.84%

资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院预测

公司是国内新势力龙头企业，引领了中国高端 PHEV 市场的扩容进程，未来公司有望凭借持续完善的产品矩阵和不断进步的智能化技术继续在高端 PHEV 市场保持优势竞争地位，并通过高压纯电产品的布局打开第二增长极，引领中国高端纯电市场进入高压快充时代。我们预计 2024 年~2026 年公司将分别实现营收 1512.79 亿元、2216.79 亿元、2894.11 亿元，分别实现归母净利润 77.43 亿元、154.23 亿元、225.45 亿元，对应 EPS 分别为 3.65 元、7.27 元、10.62 元。

表7: 预计 2024 年公司实现营收 1512.79 亿元, 实现净利润 77.43 亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	123,851.33	151,279.19	221,678.50	289,411.19
收入增长率 (%)	173.48%	22.15%	46.54%	30.55%
净利润 (百万元)	11,704.13	7,742.52	15,423.16	22,545.07
利润增速 (%)	681.65%	-33.85%	99.20%	46.18%
EPS (元)	5.95	3.65	7.27	10.62
PE	24.72	20.99	10.54	7.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

绝对估值法: 采用 DCF 绝对估值法进行估值, 在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.5%、永续增长率 (g) 正负波动 0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 106.36 元-113.14 元 (按照人民币: 港币=1:1.077 的汇率换算, 公司合理每股价值区间为 114.55 港元-121.85 港元, 下同), 对应市值区间为 2256.98 亿元-2400.85 亿元 (2430.77 亿港元-2585.72 亿港元)。

表8: 基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	15.00%
永续增长率 g	3.00%
贝塔值 (β)	2.26
无风险利率 Rf (%)	2.18%
市场的预期收益率 Rm (%)	11.00%
有效税率 T (%)	15.00%
债务资本成本 Kd	1.50%
债务资本比重 Wd	3.86%
股权资本成本 Ke	22.11%
加权平均资本成本 WACC	21.31%

资料来源: 中国银河证券研究院预测

表9: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	37,845.72
FCFF 过渡期现值 (百万元)	42,529.04
FCFF 永续价值现值 (百万元)	75,545.14
企业价值 (百万元)	155,919.90
加: 非核心资产价值 (百万元)	86,670.29
减: 付息债务 (百万元)	9,645.88
减: 少数股东权益 (百万元)	431.17
股权价值 (百万元)	232,513.13
总股本 (百万股)	2,122.02
每股价值 (元)	109.57

资料来源: 中国银河证券研究院预测

表10: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	19.81%	20.31%	20.81%	21.31%	21.81%	22.31%	22.81%
1.00%	112.94	110.64	108.46	106.40	104.44	102.57	100.80
1.50%	114.19	111.80	109.54	107.40	105.37	103.45	101.62
2.00%	115.50	113.02	110.67	108.46	106.36	104.37	102.48
2.50%	116.89	114.31	111.87	109.57	107.40	105.34	103.39
3.00%	118.37	115.68	113.14	110.75	108.49	106.36	104.34
3.50%	119.94	117.13	114.48	111.99	109.65	107.44	105.34
4.00%	121.62	118.67	115.91	113.31	110.87	108.57	106.40

资料来源: 中国银河证券研究院预测

相对估值法: 采用 PE 估值法对公司进行相对估值, 因港股乘用车整车上市公司业绩均处于亏损状态, 可比性较差, 因此选取 A 股乘用车整车上市公司比亚迪、赛力斯、长城汽车、长安汽车作为可比公司, 四家公司 2025 年平均 PE 为 15.51, 公司 2025 年预估 PE 为 10.54, 低于可比公司, 我们认为公司纯电产品布局与超充桩建设将于 2025 年基本完备, 叠加公司不断进步的智能化技术, 纯电产品有望于 2026 年为公司贡献显著的业绩增量, 增程系列产品将凭借自身当前卓越的市场竞争力和品牌地位持续为公司新战略布局提供现金流支撑, 因此给予公司 2025 年 14.5-15.5 倍 PE, 合理每股价值区间为 105.42 元-112.69 元 (113.53 港元-121.36 港元), 对应市值区间为 2236.93 亿元-2391.20 亿元 (2409.17 亿港元-2575.32 亿港元), 综合考虑绝对估值与相对估值, 公司合理每股价值区间 105.89 元-112.91 元 (114.04 港元-121.61 港元), 对应市值区间为 2246.95 亿元-2396.03 亿元 (2419.97 亿港元-2580.52 亿港元), 维持公司“推荐”评级。

表11: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.8.16)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	235.11	6,476.49	22.44	10.32	12.82	16.23	19.19	18.34	14.49
601127.SH	赛力斯	81.84	1,235.61	-76.98	-1.62	1.70	3.78	-	48.14	21.65
601633.SH	长城汽车	22.33	1,612.43	18.93	0.83	1.20	1.54	30.52	18.61	14.50
000625.SZ	长安汽车	13.22	1,149.56	23.77	1.14	0.91	1.16	14.73	14.53	11.40
	平均 (剔除负值)		2,618.52	21.71	-	-	-	21.48	24.91	15.51
2015.HK	理想汽车	76.60	1,625.47	12.96	5.95	3.65	7.27	24.72	20.99	10.54

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

六、风险提示

1、**新能源汽车销量不及预期的风险。**公司 L 系列产品面临的市场竞争加大，包括新能源友商品牌和外资燃油品牌，可能出现销量增长不及预期的风险；EV 市场参与者较 PHEV 更多，纯电新品可能出现因市场竞争影响而销量不及预期的风险；

2、**市场竞争加剧的风险。**市场竞争加剧可能带来价格战的进一步恶化，影响公司的财务表现；

3、**智能化技术研发不及预期的风险。**高阶智能驾驶对安全性、可靠性提出更高要求，需要更为成熟的技术研发能力，智能化技术向更高阶发展的速度可能因技术进步的放缓而放缓。

图表目录

图 1: 公司十年间飞速成长, 跃居中国主机厂品牌龙头	3
图 2: 2023 年以来公司依靠出色的品牌与产品定义能力率先从新势力企业中脱颖而出 (万辆)	4
图 3: 2023 年公司单车均价位居新能源品牌前列 (万元)	5
图 4: 2023 年公司盈利能力仅次于特斯拉.....	5
图 5: 2024 年 Q1 公司营收同比+36.44%	5
图 6: 2024 年 Q1 公司均价下降至 30.16 万元, 仍高于 30 万元.....	5
图 7: 2024 年 Q1 公司实现净利润 5.93 亿元.....	6
图 8: 2024 年 Q1 公司销售毛利率同比+0.22pct.....	6
图 9: 2024 年 Q1 公司销售、行政及一般费用率上升至 11.62%	6
图 10: 2024 年 Q1 公司研发费用率上升至 11.89%	6
图 11: 销量增长+高端品牌形象稳固有望助力公司持续成长	6
图 12: 公司创始人李想通过 A/B 股同股不同权的模式持有公司 69.2% 的投票权.....	7
图 13: 2022 年公司进行矩阵型组织架构升级, 并重新整合管理层职能.....	8
图 14: 矩阵型组织架构下每款产品的全生命周期需要经过所有横向实体部门的协同工作.....	9
图 15: 2024 年 4 月公司进行矩阵型组织架构 2.0 升级, CEO 职能聚焦产品与战略.....	10
图 16: 公司 L 系增程产品序列基本成熟, 覆盖 25-45 万元价格带.....	11
图 17: 2023 年公司 L 系列产品进入销量爆发期 (辆)	11
图 18: 2023 年 L 系列产品在国内 B+级 PHEV 市场份额达到 33.9%.....	11
图 19: 公司品牌使命为“创造移动的家, 创造幸福的家”	12
图 20: 理想 ONE 采用 2-2-2 的六座布局, 满足家庭出游需要	12
图 21: 公共充电桩建设滞后带来家庭出游场景补能难题.....	12
图 22: 理想 L7 首次采用五座布局.....	13
图 23: 理想 L7 首月交付量破万, 2023 年 12 月单月交付量突破两万	13
图 24: 理想 L9 采用五屏三维交互设计开创智能空间先河.....	13
图 25: L 系列热销带动 B+级插混 SUV 市场在 2023 年快速扩张.....	14
图 26: 2023 年以来外资头部品牌在 B+级 SUV 市场市占率持续下行.....	14
图 27: 公司 L 系列产品定位为家庭旗舰.....	15
图 28: 问界系列产品更具科技感、时尚感	15
图 29: 问界未构成对公司 L 系列的直接替代.....	16
图 30: 25-50 万元价格区间新能源替代空间广阔.....	16
图 31: 公司有望再次通过新品 L6 上市叠加智能化技术推动销量增长	16
图 32: L6 上市首销期累计订单超过 4.1 万台	17
图 33: 理想 L6 上市第二个完整交付月销量破两万	17

图 34: 2024 年以来 25-30 万元价格区间新能源乘用车销量快速提升	17
图 35: 2024 年 H1 25-30 万元新能源乘用车销量增速高于市场均值	17
图 36: L6 排名 6 月国内 B+级 SUV 市场 PHEV 销量榜首 (辆)	18
图 37: L6 排名 6 月国内 B+级 SUV 市场销量第二名 (辆)	18
图 38: 新款 L7 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级.....	19
图 39: 新款 L8 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级.....	19
图 40: 新款 L9 在动力、底盘、座舱、智驾等方面全面升级.....	20
图 41: 2023 年 Q4 以来公司渠道扩充加速 (个)	20
图 42: BBA 在华经销渠道数量均超过 1000 家 (个)	20
图 43: 2023 年公司研发人员数量增速快于新势力友商 (人)	21
图 44: 2023 年公司人均研发费用领先于新势力友商.....	21
图 45: 公司发布的智能空间 3.0 新增多项全新功能	21
图 46: 公司在智能座舱引入自研多模态认知大模型.....	21
图 47: 2023 年以来公司智驾里程快速累计	22
图 48: 公司新版无图 NOA 功能提升四大主动安全能力.....	22
图 49: 公司下一代智驾系统采用端到端架构+VLM 模型	22
图 50: 公司通过将 VLM 部署到车端芯片大幅缩短推理时间	22
图 51: 公司利用生成式 AI 构建世界模型用于智能驾驶仿真测试.....	23
图 52: 今年以来 50 万元以上价格区间乘用车市场月均销量不足 4 万	24
图 53: 今年以来 50 万元以上 MPV 市场月均销量不足 6000 (辆)	24
图 54: 2025 年公司将形成“1 款超级旗舰+5 款增程电动车型+5 款高压纯电车型”的产品布局	25
图 55: 2024 年 6 月以来公司超充站建设加速.....	26
图 56: 截止 7 月 28 日公司达成 700 座超充站建设.....	26
图 57: 2024 年以来国内高端纯电 SUV 销量增长放缓	27
图 58: 当前国内 B+级纯电 SUV 市场竞争格局较为分散.....	27
表 1: 2023 年公司销量快速增长, 进入头部车企阵营	4
表 2: 理想 L9 相比于同尺寸的 BBA 产品在加速、油耗、智能化配置等方面全面领先.....	14
表 3: 理想 L6 相比于同尺寸的 BBA 产品在加速、智能化配置等方面全面领先.....	18
表 4: 公司在自主品牌中率先采用“One Model”智驾大模型方案	23
表 5: MEGA 在车内空间、驾驶舒适度、智能驾驶、智能座舱等方面全面超越百万级豪华 MPV	25
表 6: 预计 2024 年公司全年销量 53.5 万辆, 2025 年纯电 SUV 产品开始贡献销量 (万辆)	27
表 7: 预计 2024 年公司实现营收 1512.79 亿元, 实现净利润 77.43 亿元.....	28
表 8: 基本假设及关键参数	28
表 9: 现金流折现估值表.....	28
表 10: 敏感性分析	29
表 11: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.8.16)	29

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	114,526	133,316	165,626	198,693
现金	91,329	101,289	129,992	157,822
应收账款及票据	144	168	216	241
存货	6,872	13,380	16,872	20,073
其他	16,181	18,479	18,546	20,556
非流动资产	28,942	35,364	41,814	48,616
固定资产	15,745	20,069	23,577	27,096
无形资产	6,809	9,393	12,336	15,619
其他	6,388	5,901	5,901	5,901
资产总计	143,467	168,680	207,440	247,309
流动负债	72,743	87,690	109,615	125,156
短期借款	6,975	7,175	7,325	7,425
应付账款及票据	51,870	66,900	86,772	100,366
其他	13,897	13,615	15,517	17,365
非流动负债	10,150	12,538	13,738	15,238
长期债务	1,747	2,747	3,947	5,447
其他	8,402	9,791	9,791	9,791
负债合计	82,892	100,228	123,353	140,394
普通股股本	1	1	1	1
储备	60,366	68,164	83,643	106,244
归属母公司股东权益	60,143	67,941	83,420	106,021
少数股东权益	433	511	667	894
股东权益合计	60,575	68,452	84,087	106,915
负债和股东权益	143,467	168,680	207,440	247,309

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	50,694	16,185	31,890	32,904
净利润	11,704	7,743	15,423	22,545
少数股东权益	105	78	156	228
折旧摊销	1,805	1,714	2,140	2,555
营运资金变动及其他	37,079	6,650	14,171	7,576
投资活动现金流	-12	-7,235	-4,324	-6,438
资本支出	-6,507	-8,623	-8,590	-9,357
其他投资	6,495	1,388	4,266	2,919
筹资活动现金流	185	954	1,082	1,308
借款增加	-1,001	1,200	1,350	1,600
普通股增加	1,186	0	0	0
已付股利	0	-246	-268	-292
其他	0	0	0	0
现金净增加额	50,911	9,960	28,704	27,830

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,851	151,279	221,678	289,411
其他收入	0	0	0	0
营业成本	96,355	120,419	173,545	225,823
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0	10,892	14,409	17,365
研发费用	10,586	13,615	19,286	24,600
财务费用	-1,997	-1,124	-1,252	-1,658
除税前溢利	10,452	8,989	17,907	26,176
所得税	-1,357	1,169	2,328	3,403
净利润	11,809	7,821	15,579	22,773
少数股东损益	105	78	156	228
归属母公司净利润	11,704	7,743	15,423	22,545
EBIT	8,455	7,865	16,655	24,517
EBITDA	10,260	9,580	18,795	27,072
EPS (元)	5.95	3.65	7.27	10.62

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	173.48%	22.15%	46.54%	30.55%
归属母公司净利润	681.65%	-33.85%	99.20%	46.18%
毛利率	22.20%	20.40%	21.71%	21.97%
销售净利率	9.45%	5.12%	6.96%	7.79%
ROE	19.46%	11.40%	18.49%	21.26%
ROIC	13.79%	8.73%	15.20%	17.81%
资产负债率	57.78%	59.42%	59.46%	56.77%
净负债比率	-136.37%	-133.48%	-141.19%	-135.57%
流动比率	1.57	1.52	1.51	1.59
速动比率	1.48	1.37	1.36	1.43
总资产周转率	1.08	0.97	1.18	1.27
应收账款周转率	1,290.76	970.95	1,155.75	1,267.41
应付账款周转率	2.68	2.03	2.26	2.41
每股收益	5.95	3.65	7.27	10.62
每股经营现金流	23.89	7.63	15.03	15.51
每股净资产	28.34	32.02	39.31	49.96
P/E	24.72	20.99	10.54	7.21
P/B	5.19	2.39	1.95	1.53
EV/EBITDA	22.37	7.43	2.33	0.65

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn