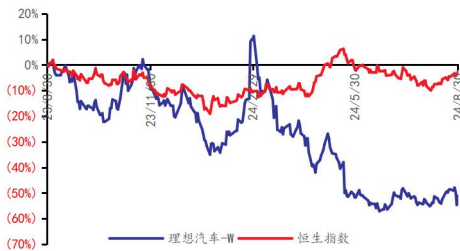




汽车行业

组织升级成功：从 L6 到端到端+VLM

走势比较



股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(亿股) | 21.22/17.66 |
| 总市值/流通(亿元) | 1597/1329 |
| 12个月最高/最低(元) | 182.90/68.65 |

相关研究报告

证券分析师：刘虹辰

电话：010-88321818

E-MAIL: liuhc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010002

事件：公司发布 2024 半年报，上半年营业收入 573 亿元，同比+20.8%；归母净利润 16 亿元，同比-47.4%；Non-GAAP 净利润 28 亿元，同比-32.9%。其中 Q2 单季度实现收入 317 亿元，同比+10.6%，环比+23.6%；归母净利润 11 亿元，同比-52.3%，环比+86.2%；Non-GAAP 净利润 15 亿元，同比-44.9%，环比+17.8%。

组织升级获得初步的商业成功。Q2 收入 317 亿元，同环比分别+10.6%/+23.6%，其中汽车销售收入 303 亿元，同环比分别+8.4%/+25.0%。Q2 汽车毛利率 18.7%，同环比分别-2.3/-0.6pct，主要受降价、权益和 L6 占比提升影响。公司 Q2 研发支出 30 亿元，同环比分别+24.8%/-0.7%，智驾技术研发，研发费率 9.6%，同环比分别+1.1/-2.3pct；SG&A 支出 28 亿元，同环比分别+21.9%/-5.5%，主要用于销售和服务网络拓展（中心店及超充站），SG&A 费率 8.9%，同环比分别+0.8/-2.7pct。随着理想 L6 销量带动规模效应凸显，配合各项降本增效措施，公司经营业绩将在下半年进一步提升。

理想 L6 的商业表现作为组织升级的代表作，发布即爆款。L6 自 6 月起连续三个月交付量突破 2 万辆，理想 Q2 交付新车超 10.8 万辆，同比增长 25.5%。理想汽车在 20 万元以上，新能源汽车市场占有率从 Q1 的 13.6% 提升到 Q2 的 14.4%，位居国产汽车品牌销量首位。7 月交付量达到 5.1 万辆，创下月交付量的历史新高。目前已突破累计交付量 90 万辆里程碑。全系车型都在各自细分市场保持头部地位。理想 L7 和 L8 在 30 万元以上中大型 SUV 销量中位列前两位，理想 L9 保持全尺寸 SUV 用户的首选地位。公司预计 Q3 汽车交付量将达到 14.5 万-15.5 万辆，同比增长 38%-47.5%，总收入预计为 394-422 亿元，同比增长 13.7%-21.6%。

端到端+VLM，AD Max 订单大增。理想汽车全栈自研的全新自动驾驶技术架构——端到端+VLM，7 月理想向超过 24 万 AD Max 用户全量推送了不限城市、不限道路的无图 NOA，带动订单增长。自 5 月无图 NOA 开启体验，门店 NOA 试驾占比实现 3 倍的增长；7 月份 OTA6.0 推送以后，城市 NOA 的日活翻了近 8 倍，车均城市 NOA 里程翻了近 3 倍；截至 8 月底理想汽车智能驾驶的用户使用渗透率超过 99%，全场景范围累计里程已经突破了 11.11 亿公里。从市场端来看，智驾对理想销量产生了非常好的推动作用，各个车型的 AD Max 订单占比都在提升，特别是 30 万以上的车型，AD Max 订单占比已经接近 70%。在 7 月 5 日召开的智能驾驶夏季发布会上，理想发布了行业首个基于 E2E 端到端和 VLM 视觉语言模型的双系统智能驾驶方案，使智能驾驶系统具备更强的博弈能力、逻辑思考能力及快速迭代能力，理想的智能驾驶训练算力已达 5.39EFLOPS。E2E+VLM+充足研发投入+高阶智驾车辆保有量将逐渐形成理想汽车的智驾护城河。

投资建议：组织升级成功：从 L6 到端到端+VLM。理想引领了越级配置的大五座和家庭六座 SUV，取得了巨大的商业成功。今年 3 月以来，通过大规模的组织升级，扛住了问界的攻势，在一众 20 万上下的“半价理想”围攻下，理想 L6 的商业表现作为组织升级的代表作，发布即爆款。全栈自研的全新自动驾驶技术架构——端到端+VLM，智能驾驶训练算力已达 5.39EFLOPS，E2E+VLM+充足研发服务+高阶智驾车辆保有量将逐渐形成理想的智驾护城河。另外，理想汽车在全国已投入使用 748 座理想超充站，拥有 3506 个充电桩，这将为明年的**纯电战略成功**打下坚实基础。预计 2024-2026 年收入分别为 1471/1929/2463 亿元，归母净利润分别为 85/132/195 亿元，对应 PE 分别为 19.64/12.72/8.58 倍，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量不及预期、价格战加剧超出预期，原材料价格波动超出预期。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 123851 | 147109 | 192944 | 246332 |
| 营业收入增长率(%) | 173% | 19% | 31% | 28% |
| 归母净利（百万元） | 11704 | 8521 | 13152 | 19497 |
| 净利润增长率(%) | 682% | -27% | 54% | 48% |
| 摊薄每股收益（元） | 5.95 | 4.02 | 6.20 | 9.19 |
| 市盈率（PE） | 24.72 | 19.64 | 12.72 | 8.58 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表 (百万) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 114,526 | 134,389 | 167,674 | 206,021 |
| 现金 | 91,329 | 103,510 | 135,403 | 171,922 |
| 应收账款及票据 | 144 | 247 | 271 | 358 |
| 存货 | 6,872 | 13,013 | 16,900 | 20,252 |
| 其他 | 16,181 | 17,618 | 15,100 | 13,489 |
| 非流动资产 | 28,942 | 37,809 | 47,739 | 61,281 |
| 固定资产 | 15,745 | 20,167 | 25,442 | 28,792 |
| 无形资产 | 6,809 | 8,425 | 10,081 | 11,272 |
| 其他 | 6,388 | 9,216 | 12,216 | 21,216 |
| 资产总计 | 143,467 | 172,197 | 215,413 | 267,302 |
| 流动负债 | 72,743 | 90,524 | 120,388 | 152,529 |
| 短期借款 | 6,975 | 10,392 | 14,354 | 18,571 |
| 应付账款及票据 | 51,870 | 61,899 | 81,920 | 103,780 |
| 其他 | 13,897 | 18,234 | 24,114 | 30,178 |
| 非流动负债 | 10,150 | 12,422 | 12,422 | 12,422 |
| 长期债务 | 1,747 | 1,747 | 1,747 | 1,747 |
| 其他 | 8,402 | 10,675 | 10,675 | 10,675 |
| 负债合计 | 82,892 | 102,946 | 132,810 | 164,951 |
| 普通股股本 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.45 |
| 储备 | 60,366 | 68,976 | 82,215 | 101,800 |
| 归属母公司股东权益 | 60,143 | 68,752 | 81,992 | 101,576 |
| 少数股东权益 | 433 | 499 | 612 | 775 |
| 股东权益合计 | 60,575 | 69,251 | 82,603 | 102,352 |
| 负债和股东权益 | 143,467 | 172,197 | 215,413 | 267,302 |

| 现金流量表 (百万) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 50,694 | 10,670 | 32,333 | 39,852 |
| 净利润 | 11,704 | 8,521 | 13,152 | 19,497 |
| 少数股东权益 | 105 | 67 | 113 | 163 |
| 折旧摊销 | 1,805 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动及其他 | 37,079 | 2,082 | 19,069 | 20,192 |
| 投资活动现金流 | -12 | -1,524 | -3,873 | -6,858 |
| 资本支出 | -6,507 | -6,038 | -6,931 | -4,542 |
| 其他投资 | 6,495 | 4,514 | 3,058 | -2,316 |
| 筹资活动现金流 | 185 | 2,947 | 3,345 | 3,436 |
| 借款增加 | -1,001 | 3,416 | 3,962 | 4,217 |

| 利润表 (百万) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 123,851 | 147,109 | 192,944 | 246,332 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 96,355 | 117,769 | 153,499 | 195,163 |
| 销售费用 | 2,408 | 2,942 | 3,897 | 4,928 |
| 管理费用 | 7,360 | 8,827 | 11,577 | 12,809 |
| 研发费用 | 10,586 | 11,769 | 13,506 | 16,012 |
| 财务费用 | -1,997 | -1,357 | -1,453 | -1,927 |
| 除税前溢利 | 10,452 | 8,786 | 14,111 | 22,090 |
| 所得税 | -1,357 | 199 | 847 | 2,430 |
| 净利润 | 11,809 | 8,588 | 13,264 | 19,660 |
| 少数股东损益 | 105 | 67 | 113 | 163 |
| 归属母公司净利润 | 11,704 | 8,521 | 13,152 | 19,497 |
| EBIT | 8,455 | 7,429 | 12,658 | 20,163 |
| EBITDA | 10,260 | 7,429 | 12,658 | 20,163 |
| EPS (元) | 5.95 | 4.02 | 6.20 | 9.19 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 173.48% | 18.78% | 31.16% | 27.67% |
| 归属母公司净利润 | 681.65% | -27.19% | 54.34% | 48.25% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.20% | 19.94% | 20.44% | 20.77% |
| 销售净利率 | 9.45% | 5.79% | 6.82% | 7.91% |
| ROE | 19.46% | 12.39% | 16.04% | 19.19% |
| ROIC | 13.79% | 8.92% | 12.05% | 14.63% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 57.78% | 59.78% | 61.65% | 61.71% |
| 净负债比率 | -136.37% | -131.94% | -144.43% | -148.12% |
| 流动比率 | 1.57 | 1.48 | 1.39 | 1.35 |
| 速动比率 | 1.48 | 1.29 | 1.22 | 1.18 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.08 | 0.93 | 1.00 | 1.02 |
| 应收账款周转率 | 1,290.76 | 753.31 | 745.05 | 782.89 |
| 应付账款周转率 | 2.68 | 2.07 | 2.13 | 2.10 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 5.95 | 4.02 | 6.20 | 9.19 |

| | | | | | | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 普通股增加 | 1,186 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 23.89 | 5.03 | 15.24 | 18.78 |
| 已付股利 | 0 | -470 | -617 | -781 | 每股净资产 | 28.34 | 32.40 | 38.64 | 47.87 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 现金净增加额 | 50,911 | 12,181 | 31,893 | 36,518 | P/E | 24.72 | 19.64 | 12.72 | 8.58 |
| | | | | | P/B | 5.19 | 2.43 | 2.04 | 1.65 |
| | | | | | EV/EBITDA | 22.37 | 10.22 | 3.79 | 0.78 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。