理想汽车-W (02015.HK)

2024 年 11 月 01 日

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

理想汽车 24Q3 业绩点评：单车净利超预期，关注新车周期

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）
chenchuanhong@gjzq.com.cn

市价（港币）：107.400 元

相关报告：

1.《理想汽车-W 24Q2 业绩点评：毛利率稳、费用率降，单车净利…》，2024.8.29

2.《理想汽车-W（02015.HK）6 月销量点评：销量超预期，静…》，2024.7.2

3.《理想汽车-W 24Q1 财报点评：费用率上升净利短期承压，静待…》，2024.5.21

业绩点评：

10 月 31 日，理想汽车发布 24Q3 财报：

1、营收：Q3 公司交付 15.3 万台，同/环比+45.4%/+40.8%。其中 L6/7/8/9/M 销量分别为 7.9/3.4/1.9/2.2/0.2 万辆，L6 占比 Q2 的 36.1%提升到 49.2%。Q3 营收 428.7 亿元，同/环比+23.6%/+35.3%；其中汽车业务营收 413.2 亿元，同/环比+22.9%/+36.3%；我们计算 Q3 单车 ASP 27.0 万元，同/环比-15.5%/-10.5%。

24Q1-Q3，公司累计销售 34.2 万辆，同比+40.8%，营收 1001.9 亿元，同比+22%，单车 ASP28.1 万元，同比-14.7%。

2、费用：Q3 研发&SGA 费用分别为 25.9/33.6 亿元，研发&SGA 费用率 6.0%/7.8%，同比-2.1/+0.5pct，环比-3.5/-1.0pct。

3、利润：（1）Q3 毛利率 21.5%，同/环比-0.5/-2.0pct；其中汽车业务毛利率 20.9%，同/环比-0.3/+2.2pct；单车毛利 5.7 万元，同/环比-16.5%/+8.4%。24Q1-Q3，公司毛利率/汽车业务毛利率分别为 20.6%/19.9%，同比-0.9/-0.9pct。

（2）non-GAAP 口径净利 38.5 亿元，同/环比+11.1%/+156.2%，non-GAAP 口径单车净利 2.5 万元，同/环比-23.6%/+82%；净利率 9.0%，同/环比-1.0/+4.2pct。Q1-Q3 公司 non-GAAP 口径累计净利 66.3 亿元，同比-12.9%；净利率 6.6%，同比-2.6pct；单车净利 1.9 万元，同比-38.1%。

经营分析与展望：

1、利润大幅改善。1）毛利率持续恢复。Q3 公司年降集中体现，单车成本下降至 21.4 万元，同/环比-15.2%/-5.8%，拉动公司汽车业务毛利持续恢复，毛利率 20.9%，超预期。2）费用率大幅优化。5 月公司开启降本措施，并在 Q3 得到集中释放，费用控制超预期，研发费用超预期下降。

2、Q4 及 25 年展望：目前公司产品销售强劲，周订单已稳定在 1.2 万辆以上，伴随 11-12 月年底冲量季到来，公司月销有望持续提升。公司指引 Q4 预计交付 16-17 万辆，同比+21.4%~29%；营收 432~459 亿元，同比+3.5%~10%；

25 年公司将进入纯电高压新车周期，目前看公司增程车型销量进入稳态，纯电新车是公司 25 年阿尔法。目前看纯电车型车尾造型已有修正，公司已有 943 座超充站，4546 根充电桩，准备较为充分，建议持续关注。

盈利预测、估值和评级

作为爆款率全球最高的主机厂，我们认为理想最大的护城河是高效率的管理、精益化的战略和快速调整能力。长期看 24-25 年公司步入新车周期，持续看好。我们维持公司 24/25/26 年净利为 121.7/193.6/268.3 亿元的预期，对应 18.7/11.8/8.5 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45,287	123,851	170,162	239,840	306,564
营业收入增长率	67.67%	173.48%	37.39%	40.95%	27.82%
归母净利润(百万元)	-2,012	11,704	12,168	19,357	26,828
归母净利润增长率	-525.97%	681.65%	3.96%	59.09%	38.60%
摊薄每股收益(元)	-0.95	5.52	5.73	9.12	12.64
每股经营性现金流净额	3.54	23.89	10.18	15.75	21.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.49%	19.46%	16.82%	21.10%	22.62%
P/E	-80.99	26.67	18.74	11.78	8.50
P/B	3.57	5.19	3.35	2.82	2.32

来源：理想汽车年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**27,010**	**45,287**	**123,851**	**170,162**	**239,840**	**306,564**
增长率	*185.6%*	*67.7%*	*173.5%*	*37.4%*	*40.9%*	*27.8%*
主营业务成本	21,248	36,496	96,355	133,033	186,297	236,986
%销售收入	*78.7%*	*80.6%*	*77.8%*	*78.2%*	*77.7%*	*77.3%*
毛利	5,761	8,790	27,497	37,129	53,543	69,579
%销售收入	*21.3%*	*19.4%*	*22.2%*	*21.8%*	*22.3%*	*22.7%*
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
销售费用	1,101	1,010	0	12,422	16,549	20,540
%销售收入	*4.1%*	*2.2%*	*0.0%*	*7.3%*	*6.9%*	*6.7%*
管理费用	2,392	4,655	0	0	0	0
%销售收入	*8.9%*	*10.3%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
研发费用	3,286	6,780	10,586	13,953	19,187	23,912
%销售收入	*12.2%*	*15.0%*	*8.5%*	*8.2%*	*8.0%*	*7.8%*
息税前利润（EBIT）	-830	-3,029	8,455	12,455	20,206	28,192
%销售收入	*-3.1%*	*-6.7%*	*6.8%*	*7.3%*	*8.4%*	*9.2%*
财务费用	-677	-870	-1,997	-1,064	-1,302	-1,617
%销售收入	*-2.5%*	*-1.9%*	*-1.6%*	*-0.6%*	*-0.5%*	*-0.5%*
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	-1,017	-3,655	7,407	10,754	17,807	25,127
营业利润率	*-3.8%*	*-8.1%*	*6.0%*	*6.3%*	*7.4%*	*8.2%*
营业外收支						
税前利润	-153	-2,159	10,452	13,520	21,508	29,809
利润率	*-0.6%*	*-4.8%*	*8.4%*	*7.9%*	*9.0%*	*9.7%*
所得税	169	-127	-1,357	1,352	2,151	2,981
所得税率	*-110.4%*	*5.9%*	*-13.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
净利润	-321	-2,032	11,809	12,168	19,357	26,828
少数股东损益	0	-20	105	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-321**	**-2,012**	**11,704**	**12,168**	**19,357**	**26,828**
净利率	*n.a*	*n.a*	*9.5%*	*7.2%*	*8.1%*	*8.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-321	-2,012	11,704	12,168	19,357	26,828
少数股东损益	0	-20	105	0	0	0
非现金支出	1,456	3,143	572	-1,670	-2,344	-2,988
非经营收益						
营运资金变动	6,616	5,035	36,612	9,240	14,023	19,484
经营活动现金净流	**8,340**	**7,380**	**50,694**	**21,611**	**33,424**	**46,282**
资本开支	-3,445	-5,128	-6,507	-7,467	-9,582	-9,582
投资	-504	922	16,117	2,900	-2,100	-5,100
其他	-308	-159	-9,622	1,702	2,398	3,066
投资活动现金净流	**-4,257**	**-4,365**	**-12**	**-2,865**	**-9,284**	**-11,616**
股权募资	11,006	2,469	1,186	0	0	0
债权募资	5,704	3,080	-1,001	3,000	4,000	2,500
其他	0	90	0	-32	-55	-78
筹资活动现金净流	**16,710**	**5,639**	**185**	**2,968**	**3,945**	**2,422**
现金净流量	**20,321**	**9,925**	**50,911**	**21,758**	**28,130**	**37,133**

资产负债表（人民币百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,854	38,478	91,329	113,087	141,218	178,350
应收款项	601	1,738	4,391	5,445	7,665	9,786
存货	1,618	6,805	6,872	14,781	21,917	29,623
其他流动资产	22,307	19,972	11,934	17,441	22,925	31,261
流动资产	52,380	66,992	114,526	150,755	193,726	249,021
%总资产	*84.7%*	*77.4%*	*79.8%*	*81.3%*	*82.2%*	*83.7%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	4,498	11,188	15,745	19,839	25,533	30,658
%总资产	*7.3%*	*12.9%*	*11.0%*	*10.7%*	*10.8%*	*10.3%*
无形资产	2,813	4,377	6,809	8,309	9,809	11,309
非流动资产	9,468	19,545	28,942	34,636	41,930	48,655
%总资产	*15.3%*	*22.6%*	*20.2%*	*18.7%*	*17.8%*	*16.3%*
资产总计	**61,849**	**86,538**	**143,467**	**185,391**	**235,656**	**297,676**
短期借款	37	391	6,975	7,975	9,975	10,475
应付款项	9,376	20,024	51,870	72,060	90,561	115,201
其他流动负债	2,695	6,958	13,897	20,419	28,781	36,788
流动负债	12,108	27,373	72,743	100,455	129,317	162,464
长期贷款	5,961	9,231	1,747	3,747	5,747	7,747
其他长期负债	2,715	4,748	8,402	8,402	8,402	8,402
负债	**20,785**	**41,352**	**82,892**	**112,604**	**143,467**	**178,614**
普通股股东权益	**41,064**	**44,859**	**60,143**	**72,355**	**91,757**	**118,630**
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	42,585	45,051	60,366	72,578	91,980	118,853
少数股东权益	0	328	433	433	433	433
负债股东权益合计	**61,849**	**86,538**	**143,467**	**185,391**	**235,656**	**297,676**

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.17	-1.04	5.95	5.73	9.12	12.64
每股净资产	19.88	21.52	28.34	34.10	43.24	55.90
每股经营现金净流	4.04	3.54	23.89	10.18	15.75	21.81
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-0.78%	-4.49%	19.46%	16.82%	21.10%	22.62%
总资产收益率	-0.52%	-2.33%	8.16%	6.56%	8.21%	9.01%
投入资本收益率	-3.71%	-5.20%	13.79%	13.26%	16.85%	18.48%
增长率						
主营业务收入增长率	185.62%	67.67%	173.48%	37.39%	40.95%	27.82%
EBIT 增长率	-408.34%	-264.97%	379.11%	47.31%	62.23%	39.53%
净利润增长率	-111.96%	-525.97%	681.65%	3.96%	59.09%	38.60%
总资产增长率	70.04%	39.92%	65.79%	29.22%	27.11%	26.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	0.7	0.3	0.5	0.6	0.6
存货周转天数	22.6	41.5	25.5	29.3	35.5	39.1
应付账款周转天数	106.2	145.0	134.3	167.7	157.1	156.3
固定资产周转天数	46.5	62.3	39.1	37.6	34.1	33.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.61%	-53.35%	-122.50%	-127.72%	-127.01%	-127.43%
EBIT 利息保障倍数	-13.1	-28.5	98.0	394.3	370.1	363.3
资产负债率	33.61%	47.78%	57.78%	60.74%	60.88%	60.00%

来源：理想汽车年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究