

理想汽车 (LI US)

改款上市有望继续带动交付量爬坡

理想汽车 (LI US) 发布 1Q21 业绩。营业收入实现人民币 35.8 亿元 (vs 市场预期 33.55 亿元)，同比增长 319.8%/环比下滑 13.8%。1Q21 USGAAP 净亏损 3.6 亿元 (vs 市场预期净亏损 1.34 亿元)。公司指引 2 季度交付量为 14,500-15,500 辆，较 4 月交付量大致持平，主要受芯片供应影响。管理层对于下半年交付增长充满信心，预期在芯片供应局面环节情形下，9 月份交付量可攀升至 1 万台。我们对 2021 款理想 ONE 维持乐观展望。重申买入评级，目标价维持 37.73 美元。

- **1Q21 毛利率环比下降 0.2ppt 至 17.3%**。汽车销售毛利率环比下降 0.2ppt 至 16.9%，主要由于 1Q21 (淡季及春节) 增加推广折扣对毛利率产生轻微影响。同时，部分原材料成本下降抵消部分毛利率影响。我们认为公司 2Q21E 面临部分老款车型去库存压力，预计 2Q21E 新车毛利率仍有一定压力。随着 2H21E 新车型放量，我们预计整体平均售价及毛利率将环比 1H21E 有所提升。
- **2Q21E 交付量指引略低于预期**。公司 2Q21E 交付量指引介于 14,500 至 15,500 辆之间，其中 5、6 月均交付量 4,700-5,000 辆，环比小幅度下降。主要原因在于 1) 新老款车型切换：5 月 25 日 2021 款理想 ONE 发布，近期需要消化部分老款库存。4、5 月主要交付老款理想 ONE，6 月 1 日起开始交付新款理想 ONE；2) 新车型生产爬坡；3) 芯片影响。管理层预期在芯片供应缓解预期下，公司 9 月生产交付指引达 1 万辆/月，超出我们预期。需求侧基于对新车型产品力以及渠道增长乐观预期；供给侧常州工厂目前开始双班生产补齐产能。在供应链稳定的前提下，我们认为公司交付量将超出市场预期。
- **新款理想 ONE 配置升级，贴近用户需求**。2021 款理想 ONE 采用扩充油箱容积同时提高电机和增程器的效率，NEDC/WLTC 续航里程分别达到 1080km/890km。自动驾驶芯片方面，新理想 ONE 芯片由 MobileyeEQ4 芯片切换至两颗地平线“征程 3”芯片，并完成全栈自研。传感器方面，新车配备 800 万像素辅助驾驶摄像头，5 个博世毫米波雷达，并配备了高精地图。新车将实现 NOA 辅助驾驶能力，于 3Q21E 上线。
- **维持买入评级**。目前理想汽车估值在 8.0x 2021E P/S。我们认为由于 1) 汽车芯片短缺；及 2) 新老车型切换，2Q21E 公司毛利及净利表现将承压。但我们对 3Q21E 开始新车型交付及整体盈利能力提升充满信心。同时目前在研的全新增程式及纯电高压快充技术有望公布技术细节，补齐故事短板。我们维持买入评级并维持目标价 US\$37.73。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	284	9,457	16,564	21,583	40,356
同比增长 (%)	不适用	3,225	75	30	87
净利润 (百万人民币)	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)
每股收益 (人民币)	不适用	(1.82)	(1.63)	(1.44)	(0.58)
每股收益变动 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市场每股盈利预测 (人民币)	不适用	不适用	(0.33)	0.87	2.27
市盈率 (x)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市帐率 (x)	466.25	14.02	8.00	6.14	3.29
股息率 (%)	-	-	-	-	-
权益收益率 (%)	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
负债比率 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	US\$37.7
(此前目标价)	HK\$37.7)
潜在升幅	+59.5
当前股价	US\$23.65

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	21,395
3 月平均流通量(百万美元)	296.42
52 周内股价高/低(美元)	47.7/14.31
总股本(百万)	727

资料来源：万得

股东结构

李想	19.7%
王兴	21.6%
Amp Lee Ltd.	19.7%

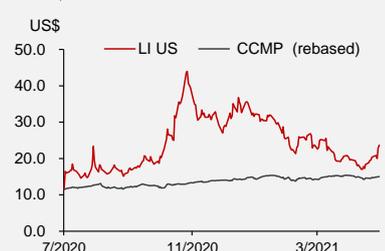
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.6%	17.6%
3-月	-6.8%	-10.5%
6-月	-40.1%	-46.8%

资料来源：万得

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

财务分析

利润表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	284	9,457	16,564	21,583	40,356
汽车销售	281	9,283	16,271	21,160	39,487
其它销售	3	174	293	423	869
销售成本	(284)	(7,907)	(13,458)	(17,306)	(32,787)
毛利	(0)	1,549	3,106	4,277	7,569
其它收入	(1,169)	(1,100)	(3,300)	(3,795)	(4,364)
其它(亏损)/盈利净额	(689)	(1,119)	(1,920)	(2,433)	(4,344)
销售及营销开支	-	-	-	-	-
息税前收益	(1,859)	(669)	(2,114)	(1,951)	(1,139)
利息收入	30	41	144	197	228
利息开支	(84)	(67)	(96)	(106)	(122)
投资收入	49	214	561	505	455
投资收益	(163)	(3)	2	7	12
其它损益	(392)	295	30	30	30
税前利润	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
所得税	-	23	-	-	-
非控股权益增加	(843)	(640)	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)

现金流量表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
利息开支净额	4	(188)	(610)	(596)	(560)
折旧和摊销	152	442	544	675	779
运营资金变动	(187)	1,398	(302)	(803)	648
税务开支	-	-	(2)	(3)	(3)
其它	468	3,075	1,099	1,108	1,258
经营活动所得现金净额	(1,794)	3,140	(743)	(936)	1,586
投资支出	(2,805)	(18,349)	698	608	531
其它	230	(389)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,575)	(18,738)	698	608	531
股份发行	5,207	27,035	-	-	-
净借贷	307	1,096	7,911	1,770	1,529
股息	-	-	-	-	-
其它	142	(4,180)	610	596	560
融资活动所得现金净额	5,656	24,711	8,521	2,365	2,089
现金增加净额	1,287	9,113	8,476	2,037	4,206
年初现金及现金等价物	96	1,436	10,173	18,649	20,686
汇兑	54	(377)	-	-	-
受限制现金	140	1,234	1,604	2,086	2,503
年末现金及现金等价物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389

资产负债表

年结: 12/31 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	4,448	4,982	5,709	6,217	6,514
物业、厂房及设备	2,795	2,479	2,618	2,714	2,744
使用权资产	510	1,277	1,854	2,248	2,506
长期投资	126	163	163	163	163
其它非流动资产	1,016	1,064	1,073	1,092	1,101
流动资产	5,066	31,391	39,816	42,200	50,853
现金及现金等价物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389
应收账款	8	116	497	1,079	2,018
存货	518	1,048	1,988	2,806	5,650
短期投资	2,273	19,701	17,731	15,958	14,362
其它流动资产	971	1,588	2,555	3,756	6,433
流动负债	4,680	4,309	7,048	8,722	15,617
短期负债	239	-	355	392	467
贸易应付款	625	3,161	4,710	6,057	11,475
应计和其它负债	867	647	828	1,079	2,018
其它	2,949	501	1,154	1,194	1,657
非流动负债	253	2,260	9,569	11,524	13,528
借贷	-	512	2,010	2,222	2,647
经营租赁负债	241	1,025	2,101	3,361	4,202
其它	11	724	5,459	5,940	6,679
净资产净额	4,581	29,804	28,907	28,171	28,222
夹层权益	10,256	-	-	-	-
股东权益(赤字)	(5,675)	29,804	28,907	28,171	28,222

主要比率

年结: 12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
汽车销售	98.8	98.2	98.2	98.0	97.8
其它	1.2	1.8	1.8	2.0	2.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	(0.0)	16.4	18.8	19.8	18.8
税前利率	(850.3)	(2.0)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
净利润率	(1,147)	(8.4)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
有效税率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产负债比率					
流动比率(x)	1.1	7.3	5.6	4.8	3.3
速动比率(x)	1.0	7.0	5.4	4.5	2.9
现金比率(x)	0.8	6.6	4.9	4.0	2.4
平均应收周转天数	5.3	2.4	6.7	13.3	14.0
平均存货周转天数	332.5	36.1	41.2	50.6	47.1
平均应付周转天数	617.0	87.4	106.7	113.5	97.6
债务/股本比率(%)	22.2	7.1	8.2	9.3	11.0
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
股本回报率	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
资产回报率	(34.3)	(2.2)	(3.2)	(2.7)	(0.9)
每股数据					
每股盈利(人民币)	N/A	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(0.6)
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股净值(人民币)	35.93	33.15	31.83	30.71	30.47

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美商收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。