

理想汽車 (LI US)

改款上市有望繼續帶動交付量爬坡

理想汽車 (LI US) 發佈 1Q21 業績。營業收入實現人民幣 35.8 億元 (vs 市場預期 33.55 億元)，同比增長 319.8%/環比下滑 13.8%。1Q21 USGAAP 淨虧損 3.6 億元 (vs 市場預期淨虧損 1.34 億元)。公司指引 2 季度交付量為 14,500-15,500 輛，較 4 月交付量大致持平，主要受芯片工供應影響。管理層對於下半年交付增長充滿信心，預期在芯片供應局面環節情形下，9 月份交付量可攀升至 1 萬台。我們對 2021 款理想 ONE 維持樂觀展望。重申買入評級，目標價維持 37.73 美元。

- **1Q21 毛利率環比下降 0.2ppt 至 17.3%**。汽車銷售毛利率環比下降 0.2ppt 至 16.9%，主要由於 1Q21 (淡季及春節) 增加推廣折扣對毛利率產生輕微影響。同時，部分原材料成本下降抵消部分毛利率影響。我們認為公司 2Q21E 面臨部分老款車型去庫存壓力，預計 2Q21E 新車毛利率仍有一定壓力。隨著 2H21E 新車型放量，我們預計整體平均售價及毛利率將環比 1H21E 有所提升。
- **2Q21E 交付量指引略低於預期**。公司 2Q21E 交付量指引介於 14,500 至 15,500 輛之間，其中 5、6 月均交付量 4,700-5,000 輛，環比小幅度下降。主要原因在於 1) 新老款車型切換：5 月 25 日 2021 款理想 ONE 發佈，近期需要消化部分老款庫存。4、5 月主要交付老款理想 ONE，6 月 1 日起開始交付新款理想 ONE；2) 新車型生產爬坡；3) 芯片影響。管理層預期在芯片供應緩解預期下，公司 9 月生產交付指引達 1 萬輛/月，超出我們預期。需求側基於對新車型產品力以及管道增長樂觀預期；供給側常州工廠目前開始雙班生產補齊產能。在供應鏈穩定的前提下，我們認為公司交付量將超出市場預期。
- **新款理想 ONE 配置升級，貼近使用者需求**。2021 款理想 ONE 採用擴充油箱容積同時提高電機和增程器的效率，NEDC/WLTC 續航里程分別達到 1080km/890km。自動駕駛芯片方面，新理想 ONE 芯片由 MobileyeEQ4 芯片切換至兩顆地平線“征程 3”芯片，並完成全棧自研。感測器方面，新車配備 800 萬圖元輔助駕駛攝像頭，5 個博世毫米波雷達，並配備了高精地圖。新車將實現 NOA 輔助駕駛能力，於 3Q21E 上線。
- **維持買入評級**。目前理想汽車估值在 8.0x 2021E P/S。我們認為由於 1) 汽車芯片短缺；及 2) 新老車型切換，2Q21E 公司毛利及淨利表現將承壓。但我們對 3Q21E 開始新車型交付及整體盈利能力提升充滿信心。同時目前在研的全新增程式及純電高壓快充技術有望公佈技術細節，補齊故事短板。我們維持買入評級並維持目標價 US\$37.73。重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	284	9,457	16,564	21,583	40,356
同比增長 (%)	不適用	3,225	75	30	87
淨利潤 (百萬人民幣)	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)
每股收益 (人民幣)	不適用	(1.82)	(1.63)	(1.44)	(0.58)
每股收益變動 (%)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	(0.33)	0.87	2.27
市盈率 (x)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市帳率 (x)	466.25	14.02	8.00	6.14	3.29
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
負債比率 (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	US\$37.7
(此前目標價)	HK\$37.7)
潛在升幅	+59.5
當前股價	US\$23.65

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬美元)	21,395
3 月平均流通量(百萬美元)	296.42
52 周內股價高/低(美元)	47.7/14.31
總股本(百萬)	727

資料來源：萬得

股東結構

李想	19.7%
王興	21.6%
Amp Lee Ltd.	19.7%

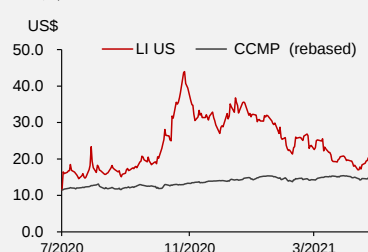
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.6%	17.6%
3-月	-6.8%	-10.5%
6-月	-40.1%	-46.8%

資料來源：萬得

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

財務分析

利潤表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	284	9,457	16,564	21,583	40,356
汽車銷售	281	9,283	16,271	21,160	39,487
其它銷售	3	174	293	423	869
銷售成本	(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 (虧損) / 盈利淨額	(689)	(1,119)	(1,920)	(2,433)	(4,344)
銷售及行銷開支	-	-	-	-	-
息稅前收益	(1,859)	(669)	(2,114)	(1,951)	(1,139)
利息收入	30	41	144	197	228
利息開支	(84)	(67)	(96)	(106)	(122)
投資收入	49	214	561	505	455
投資收益	(163)	(3)	2	7	12
其它損益	(392)	295	30	30	30
稅前利潤	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
所得稅	-	23	-	-	-
非控股權益增加	(843)	(640)	-	-	-
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	(3,261)	(792)	(1,472)	(1,318)	(536)

現金流量表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
稅前利潤	(2,418)	(189)	(1,472)	(1,318)	(536)
利息開支淨額	4	(188)	(610)	(596)	(560)
折舊和攤銷	152	442	544	675	779
運營資金變動	(187)	1,398	(302)	(803)	648
稅務開支	-	-	(2)	(3)	(3)
其它	468	3,075	1,099	1,108	1,258
經營活動所得現金淨額	(1,794)	3,140	(743)	(936)	1,586
投資支出	(2,805)	(18,349)	698	608	531
其它	230	(389)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,575)	(18,738)	698	608	531
股份發行	5,207	27,035	-	-	-
淨借貸	307	1,096	7,911	1,770	1,529
股息	-	-	-	-	-
其它	142	(4,180)	610	596	560
融資活動所得現金淨額	5,656	24,711	8,521	2,365	2,089
現金增加淨額	1,287	9,113	8,476	2,037	4,206
年初現金及現金等價物	96	1,436	10,173	18,649	20,686
匯兌	54	(377)	-	-	-
受限制現金	140	1,234	1,604	2,086	2,503
年末現金及現金等價物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389

資產負債表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,448	4,982	5,709	6,217	6,514
物業、廠房及設備	2,795	2,479	2,618	2,714	2,744
使用權資產	510	1,277	1,854	2,248	2,506
長期投資	126	163	163	163	163
其它非流動資產	1,016	1,064	1,073	1,092	1,101
流動資產	5,066	31,391	39,816	42,200	50,853
現金及現金等價物	1,296	8,938	17,045	18,601	22,389
應收賬款	8	116	497	1,079	2,018
存貨	518	1,048	1,988	2,806	5,650
短期投資	2,273	19,701	17,731	15,958	14,362
其它流動資產	971	1,588	2,555	3,756	6,433
流動負債	4,680	4,309	7,048	8,722	15,617
短期負債	239	-	355	392	467
貿易應付款	625	3,161	4,710	6,057	11,475
應計和其它負債	867	647	828	1,079	2,018
其它	2,949	501	1,154	1,194	1,657
非流動負債	253	2,260	9,569	11,524	13,528
借貸	-	512	2,010	2,222	2,647
經營租賃負債	241	1,025	2,101	3,361	4,202
其它	11	724	5,459	5,940	6,679
淨資產淨額	4,581	29,804	28,907	28,171	28,222
夾層權益	10,256	-	-	-	-
股東權益/(赤字)	(5,675)	29,804	28,907	28,171	28,222

主要比率

年結：12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
汽車銷售	98.8	98.2	98.2	98.0	97.8
其它	1.2	1.8	1.8	2.0	2.2
合計	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
稅前利率	(850.3)	(2.0)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
淨利潤率	(1,147)	(8.4)	(8.9)	(6.1)	(1.3)
有效稅率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	7.3	5.6	4.8	3.3
速動比率 (x)	1.0	7.0	5.4	4.5	2.9
現金比率 (x)	0.8	6.6	4.9	4.0	2.4
平均應收周轉天數	5.3	2.4	6.7	13.3	14.0
平均存貨周轉天數	332.5	36.1	41.2	50.6	47.1
平均應付周轉天數	617.0	87.4	106.7	113.5	97.6
債務/股本比率 (%)	22.2	7.1	8.2	9.3	11.0
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
股本回報率	(71.2)	(2.7)	(5.1)	(4.7)	(1.9)
資產回報率	(34.3)	(2.2)	(3.2)	(2.7)	(0.9)
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	N/A	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(0.6)
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股淨值 (人民幣)	35.93	33.15	31.83	30.71	30.47

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是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之分析員，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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非“證券與期貨法案”(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。