理想汽車 (LI US)

產品力驅動銷量增長

理想汽車 5 月底發佈新款理想 ONE 並於 6 月啟動新款交付。強大的產品力驅動銷售增長，並在上半年成為新勢力中唯一一款進入銷量排名前 10 車型。公司 7 月 26 日通過港交所聆訊，按計劃將於 3 季度完成雙重上市，將有望進一步夯實資本優勢。我們對理想 2021 年銷量展望上調 33%至 7.6 萬輛。基於 2025 年 49.4 萬輛的銷售預測，我們將公司**目標價上調 41.5%至 53.40 美元。若公司率先實現銷售過萬，將有望驅動短期股價上行，縮窄與其它新勢力的估值差距。重申買入。**

- **上半年交付量超預期。**上半年儘管受到汽車芯片供應緊張影響及新老款車型切換影響，公司仍實現交付量 3.0 萬輛，超出我們預期。其中二季度交付 1.76 萬輛，超出管理層此前給出 1.45-1.55 萬輛交付指引。根據 7 月 12 日中汽資料終端，理想 ONE 6 月上險量為 7,827 輛，首次超過蔚來（7,777 輛）、小鵬（6,639 輛），在中國新勢力品牌銷量排名第一。同時，2021 年上半年理想 ONE 作為新勢力中唯一一款進入銷量排名前 10 的車型，反映出極強的產品力。我們預計隨著管道網路擴張，理想 ONE 將在短期內維持交付量爬坡趨勢。
- **2025 劍指 160 萬輛銷售目標。**公司 7 月初發佈內部信，計畫在 2025 年實現 160 萬輛年銷量。為實現其宏大目標，理想汽車計畫於 2022 年起每年至少會發佈 2 款車型，同時在 2023 年開始交付高壓快充純電系列車型。區別於部分車企追求高續航里程，公司研發方向定位超高壓快充，尋求差異化補能措施，有望繼續獲取利基市場需求。
- **上調理想汽車銷量預測。**考慮到 1）行業缺芯有望在 3 季度末開始緩解；2）新款理想 ONE 車型市場接受度高；3）雙班制產能逐步釋放等因素，我們將 2021 年全年交付預期由此前的 5.7 萬輛上調 49%至.8.48 萬輛。遠期預測方面，我們認為目前車型規劃將顯著提升 2025 年產品矩陣豐富度，基於保守預測，我們上調公司 2025 年銷量預期至 49.4 萬輛，對應 2021 至 2025 年銷量 CAGR 為 6%。
- **預計 3 季度完成在港上市。**7 月 26 日公司已經通過港交所聆訊，我們認為公司二次上市原因主要在於 1）中美對於上市公司及資料安全監管環境的變化；2）業務快速擴張下的融資需求；3）創造品牌效應。新能源整車企業作為技術型製造業代表，上市後有望獲得本地及南向資金青睞。
- **目標價上調至 53.40 美元。**理想汽車 4 月份以來股價表現顯著跑贏其它新能源汽車同業，近期受市場情緒影響呈一定波動回撤。目前公司估值水準處於 8.1/6.1 倍 2021/22E 預測市銷率，低於其它新勢力水準，而銷量表現則處於相若水準。下半年隨著改款理想 ONE 的熱銷，我們預計公司價值重估將獲持續，並在估值上向同業靠攏。基於 2025 年汽車銷售/服務及其它板塊分別採用 4/10 倍市銷率並折現，我們對理想汽車的**目標價上調 41.5%至 53.40 美元。維持買入評級。**

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	24,609	29,095	54,361
同比增長 (%)	N/A	3,225	160	18	87
淨利潤 (百萬人民幣)	(3,261)	(792)	(885)	(1,527)	(2,187)
每股收益 (人民幣)	N/A	(1.82)	(0.98)	(1.67)	(2.37)
市場每股盈利預測 (人民幣)	不適用	不適用	-0.53	-0.69	2.29
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA
市帳率 (x)	1,091.05	32.81	12.61	10.66	5.71
股息率 (%)	-	-	-	-	-
權益收益率 (%)	(71.2)	(2.7)	(3.0)	(5.3)	(8.1)
淨負債比率 (%)	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$53.4
(此前目標價	US$37.7)
潛在升幅	+59.9%
當前股價	US$33.4

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)	30,206
3 月平均流通量 (百萬美元)	404.71
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%

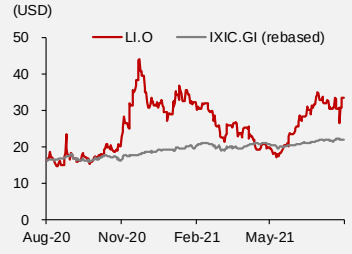
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	-4.7%
3-月	69.1%	61.0%
6-月	4.2%	-4.8%

資料來源：萬得

股份表現



資料來源：萬得

審計師：普華永道中天

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：
https://euromoney.com/brokers

圖 1：盈利預測調整

	原預測			新預測			变化（%）		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
汽车销售量	57,092	73,710	134,736	84,822	98,217	171,339	48.6%	33.2%	27.2%
销售均价（千人民币，不含税）	285	287	293	285	290	310	0.0%	1.2%	5.9%
收入(百万人民币)	16,564	21,583	40,356	24,609	29,095	54,361	48.6%	34.8%	34.7%
净利润（百万人民币）	-1,472	-1,318	-536	-885	-1,527	-2,187	-39.9%	15.9%	308.0%
每股盈利(人民币)	-1.63	-1.44	-0.58	-0.98	-1.67	-2.37	-39.9%	15.9%	308.0%

資料來源：招銀國際證券預測

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**	**24,609**	**29,095**	**54,361**
汽車銷售	281	9,283	24,174	28,524	53,191
其它銷售	3	174	435	570	1,170
	-	-	-	-	-
銷售成本	**(284)**	**(7,907)**	**(19,995**	**(23,372**	**(44,378**
毛利	**(280)**	**(7,764)**	**(19,638**	**(22,910**	**(43,442**
	(5)	(144)	(357)	(462)	(936)
其它收入	-	-	-	-	-
其它（虧損）/盈利淨額	(0)	1,549	4,615	5,723	9,983
銷售及行銷開支	(0)	0	0	0	0
息稅前收益	**(1,859)**	**(2,219)**	**(6,153)**	**(7,900)**	**(12,781**
利息收入	(1,169)	(1,100)	(3,300)	(4,620)	(6,930)
利息開支	4	0	0	0	0
投資收入	-	-	-	-	-
投資收益	(689)	(1,119)	(2,853)	(3,280)	(5,851)
其它損益	2	0	0	0	0
稅前利潤	**(1,859)**	**(669)**	**(1,538)**	**(2,178)**	**(2,798)**
所得稅	-	23	-	-	-
非控股權益增加	(651)	-	-	-	-
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	**(792)**	**(885)**	**(1,527)**	**(2,187)**	**1,055**

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)**	**(885)**	**(1,527)**	**(2,187)**
利息開支淨額	4	(188)	(620)	(613)	(568)
折舊和攤銷	152	442	544	675	779
運營資金變動	(187)	1,398	1,041	(1,281)	1,075
稅務開支	-	-	(2)	(3)	(3)
其它	468	3,075	1,260	1,083	1,347
經營活動所得現金淨額	**(1,794)**	**3,140**	**1,338**	**(1,666)**	**442**
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	(4)	947	620	613	568
融資活動所得現金淨額	**5,656**	**24,711**	**8,531**	**2,383**	**2,097**
現金增加淨額	**1,287**	**9,113**	**10,567**	**1,325**	**3,070**
年初現金及現金等價物	96	1,436	10,173	20,740	22,065
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**	**19,135**	**19,979**	**22,632**

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**	**43,575**	**45,512**	**55,121**
現金及現金等價物	1,296	8,938	19,135	19,979	22,632
應收賬款	8	116	738	1,455	2,718
存貨	518	1,048	2,953	3,782	7,611
短期投資	2,273	19,701	17,731	15,958	14,362
其它流動資產	971	1,588	3,017	4,338	7,798
流動負債	**4,680**	**4,309**	**9,931**	**11,395**	**20,654**
短期負債	239	-	355	392	467
貿易應付款	625	3,161	6,998	8,180	15,532
應計和其它負債	867	647	1,230	1,455	2,718
其它	2,949	501	1,348	1,368	1,937
非流動負債	**253**	**2,260**	**9,859**	**11,785**	**14,032**
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	5,748	6,202	7,183
淨資產淨額	**4,581**	**29,804**	**29,494**	**28,548**	**26,948**
夾層權益	**10,256**	**-**	**-**	**-**	**-**
股東權益/(赤字)	**(5,675)**	**29,804**	**29,494**	**28,548**	**26,948**

主要比率

年結：12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
汽車銷售					
其它	98.8	98.2	98.2	98.0	97.8
合計	1.2	1.8	1.8	2.0	2.2
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率					
稅前利率	(98.3)	(82.1)	(79.8)	(78.7)	(79.9)
淨利潤率	(653.6)	(7.1)	(6.2)	(7.5)	(5.1)
有效稅率	(279)	(9.4)	(6.2)	(7.5)	1.9
	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	4.4	4.0	2.7
速動比率 (x)	1.0	7.0	4.1	3.7	2.3
現金比率 (x)	0.8	6.6	3.7	3.2	1.8
平均應收周轉天數	5.3	2.4	6.3	13.8	14.0
平均存貨周轉天數	332.5	36.1	36.5	52.6	46.9
平均應付周轉天數	617.0	87.4	92.7	118.5	97.5
債務/股本比率(%)	22.2	7.1	8.0	9.2	11.6
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					
資產回報率	(71.2)	(2.7)	(3.0)	(5.3)	(8.1)
	(34.3)	(2.2)	(1.8)	(3.0)	(3.5)
每股數據					
每股盈利 (人民幣)					
每股股息 (人民幣)	N/A	(1.8)	(1.0)	(1.7)	(2.4)
每股淨值 (人民幣)	-	-	-	-	-

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。而過去的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，未在美國金融業監管局（" 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篇制的報告。 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。