

# 理想汽车

## 理想赛道，运营高效，月销持续新高

### 公司动态

#### 公司近况

公司公布 2020 年 12 月销量数据：12 月理想 ONE 完成交付 6,126 辆，环比+31.9%，月度交付量创历史新高，且超过市场预期。四季度完成交付 14,464 辆，环比+67.0%。理想 ONE 上市后累计交付 33,597 辆，其中 2020 年全年累计交付 32,624 辆。

#### 评论

奔跑在大中型 SUV 的“理想赛道”，销量屡创新高。我们在首次覆盖报告《理想赛道，成就理想》中判断，理想汽车以大中型 SUV 细分市场作为切入点明智之举，近半年理想 ONE 月销量的快速攀升和屡创新高，我们认为与其赛道选择密不可分。理想汽车围绕家庭用车需求推出首款车型 ONE，其所处的大中型 SUV 细分市场近年增速大幅高于行业，主要得益于：1) 二孩家庭比例提升；2) 车型供给日益丰富创造需求；及 3) 汽车消费持续升级。而理想 ONE 的高性价比配置、智能电动车属性，使其能够和 30 万元价位的传统车企竞品进行差异化竞争。乘联会数据显示，11 月理想 ONE 销量（4,646 辆）已跻身我国 20 万元以上的中国大型 SUV 月销量前三，仅次于标杆车型丰田汉兰达（9,318 辆）和大众途昂（7,438 辆）。而从 12 月销量看，理想 ONE 有望进一步巩固其细分市场第一梯队地位。其赛道选择的战略正确性也持续得到验证。

单店销量提升，运营维持高效。截至 2020 年底，理想汽车在全国拥有 52 家零售中心，12 月单店销量超过 117 辆，较 9 月的 100 辆单店月销又有提升，且在行业中处于较优位置。而公司小面积、少人员的城市展厅模式较传统 4S 店模式的成本和坪效优势凸显。公司三季报也显示，其 3Q20 单车毛利为 5.6 万元，环比+45.7%；单车 SG&A 费用为 4.0 万元，环比+11.3%，单车指标在“造车新势力”中继续处于较低水平。以上指标均显示，公司长期坚持的成本控制和效率提升战略得到落地执行。

单店效率保持，且渠道扩张，乐观预计 2021 年销量 8 万辆。在后续销量的提升方面，我们认为，理想汽车将坚持单店 100 台月销的高效率，并在此之上进行渠道扩张。我们认为，伴随公司销售网络扩大和产品的迭代升级，理想汽车的产品将触达更多用户、实现销量释放及在家庭用户群中保持高度的竞争力。因此，我们乐观预计理想汽车 2021 年销量将继续走出逐季攀升的趋势，全年销量则有望达到 8 万辆。

#### 估值建议

由于公司超预期的销量表现，我们维持公司跑赢行业评级，调整 2020/21 盈利预测至-4.0/+0.5 亿元，引入 2022 年盈利预测 11.5 亿元。当前股价对应 7 倍 2021 年 EV/revenue，我们维持公司目标价 40 美元不变（10 倍 2021 年 EV/revenue），对应当前股价存在 39% 上行空间。

#### 风险

后续销量不及预期。

#### 常菁

分析师

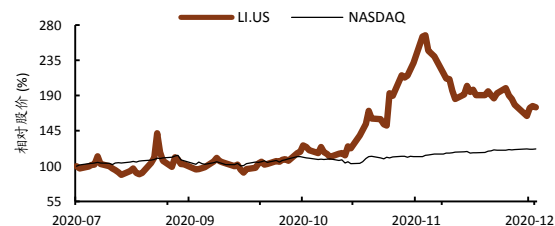
jing3.chang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080518110003

SFC CE Ref: BMX565

### 维持跑赢行业

股票代码	LI.US
评级	跑赢行业
最新收盘价	美元 28.83
目标价	美元 40.00
52 周最高价/最低价	美元 47.70~14.31
总市值(亿)	美元 259
30 日日均成交额(百万)	美元 586.93
发行股数(百万)	898
其中：自由流通股(%)	N.A.
30 日日均成交量(百万股)	18.84
主营行业	汽车及零部件



(人民币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	284	9,442	22,192	34,112
增速	N.M.	N.M.	135.0%	53.7%
归属母公司净利润	-3,282	-400	49	1,148
增速	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-12.87	-0.45	0.06	1.28
每股净资产	17.97	33.11	33.17	34.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-7.03	0.68	2.55	3.78
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	156.2
市净率	11.2	6.0	6.0	5.8
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	166.1	64.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-42.9%	-1.9%	0.1%	3.1%
平均净资产收益率	-88.9%	-2.3%	0.2%	3.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	284	9,442	22,192	34,112	营业收入	N.M.	N.M.	135.0%	53.7%
营业成本	-284	-7,975	-18,527	-27,372	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
销售管理费用	-689	-941	-1,642	-2,422	EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	158.6%
研发费用	-1,169	-1,100	-2,219	-3,411	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	-1,858	-573	-197	908	毛利率	-0.0%	15.5%	16.5%	19.8%
财务费用	-53	6	79	74	营业利润率	-653.4%	-6.1%	-0.9%	2.7%
其他利润	-506	0	0	0	EBITDA 利润率	-612.5%	0.4%	4.4%	7.5%
利润总额	-2,418	-400	49	1,148	净利率	-1153.9%	-4.2%	0.2%	3.4%
所得税	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
净利润	-3,282	-400	49	1,148	流动比率	1.08	7.31	4.04	3.12
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.97	7.08	3.75	2.78
非通用准则净利润	-3,282	-400	49	1,148	现金比率	0.31	5.96	3.04	2.19
EBITDA	-1,742	36	984	2,546	资产负债率	51.8%	9.7%	16.4%	19.8%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,436	16,402	16,137	15,297	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	8	259	608	935	总资产收益率	-42.9%	-1.9%	0.1%	3.1%
存货	518	647	1,520	2,336	净资产收益率	-88.9%	-2.3%	0.2%	3.8%
其他流动资产	3,103	2,808	3,202	3,225	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	5,066	20,115	21,467	21,793	每股净利润 (元)	-12.87	-0.45	0.06	1.28
固定资产及在建工程	2,795	11,100	12,360	14,789	每股净资产 (元)	17.97	33.11	33.17	34.45
无形资产及其他长期资产	671	705	815	984	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4,448	12,784	14,153	16,751	每股经营现金流 (元)	-7.03	0.68	2.55	3.78
资产合计	9,513	32,898	35,620	38,544	<b>估值分析</b>				
短期借款	239	239	239	239	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	156.2
应付账款	625	655	1,523	2,250	市净率	11.2	6.0	6.0	5.8
其他流动负债	3,816	1,857	3,553	4,499	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	166.1	64.6
流动负债合计	4,680	2,752	5,315	6,988	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	0	97	97	97					
非流动负债合计	253	425	534	636					
负债合计	4,932	3,176	5,849	7,624					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,581	29,722	29,772	30,920					
负债及股东权益合计	9,513	32,898	35,620	38,544					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	-2,439	-400	49	1,148					
折旧和摊销	116	609	1,181	1,638					
营运资本变动	625	405	1,056	610					
其他	-97	0	0	0					
经营活动现金流	-1,794	614	2,286	3,396					
资本开支	-953	-8,930	-2,551	-4,236					
其他	-1,622	-398	505	-946					
投资活动现金流	-2,575	-9,328	-2,046	-5,183					
股权融资	5,254	23,200	0	0					
银行借款	233	97	0	0					
其他	168	382	-645	946					
筹资活动现金流	5,656	23,679	-645	946					
汇率变动对现金的影响	54	0	0	0					
现金净增加额	1,341	14,965	-404	-840					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

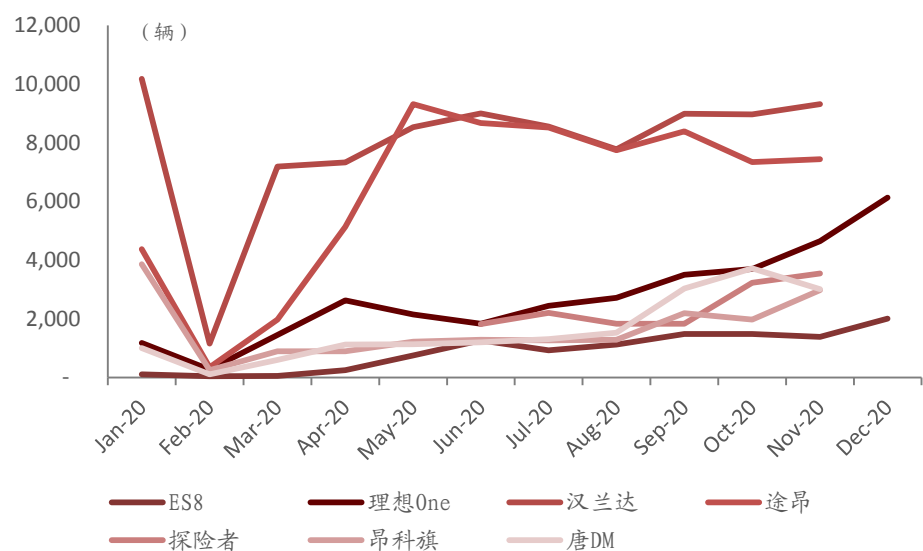
理想汽车是李想（汽车之家创始人）于 2015 年 7 月创立的新能源汽车公司。公司专注家庭出行用车和智能电动车的研发、生产和销售。2018 年 10 月，公司发布智能电动汽车品牌“理想智造”，同月发布增程式电动 SUV——理想 ONE；同年公司以 6.5 亿元收购重庆力帆汽车，取得汽车制造许可证。2019 年 4 月，理想 ONE 开启预定；同年 11 月首批 5 家零售中心开业，并开启理想 ONE 交付。2020 年 7 月 30 日，公司于美国纳斯达克市场上市。

图表 1: 理想汽车月度销量



资料来源：公司公告，银保监会，中金公司研究部

图表 2: 中国大中型 SUV 车型月度销量



资料来源：公司公告，乘联会，中金公司研究部

图表 3: 各车企单门店月销量

车企	月销量 (辆)	全国门店数	单店月销量 (辆/店)
理想汽车	6,126	52	118
蔚来汽车	7,007	200	35
小鹏汽车	4,224	150	28
威马汽车	3,018	140	22
特斯拉中国	21,604	160	135
上汽大众	144,066	1,100	131
华晨宝马	60,869	640	95
一汽丰田	79,758	770	104

注：理想汽车、蔚来汽车采用 2020 年 12 月数据，其余车企采用 2020 年 11 月数据。资料来源：公司公告，乘联会，易车网，中金公司研究部

图表 4: 盈利预测调整表

(百万元)		2020E		2021E		2022E	
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	
营业收入	8,972	9,442	5.2%	15,257	22,192	45.5%	34,112
营业成本	7,578	7,975	5.2%	12,737	18,527	45.5%	27,372
销售及行政费用	941	941	0.0%	1,248	1,642	31.6%	2,422
研发费用	1,100	1,100	0.0%	1,678	2,219	32.2%	3,411
营业利润	(646)	(573)	N.M.	(407)	(197)	N.M.	908
税前利润	(485)	(400)	N.M.	(193)	49	N.M.	1,148
净利润	(485)	(400)	N.M.	(193)	49	N.M.	1,148

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

(百万人民币)		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
特斯拉	EV	204,572	266,135	401,259	456,405	598,813	4,676,750	4,676,750
	销量 (辆)	50,658	76,285	103,181	245,296	367,656	495,500	1,020,000
	EV/sales volume	4.0	3.5	3.9	1.9	1.6	9.4	4.6
	营收	33,260	46,500	79,400	142,070	169,830	204,500	357,000
	EV/revenue	6.2	5.7	5.1	3.2	3.5	22.9	13.1
小鹏汽车	EV						190,427	190,427
	销量 (辆)						25,000	60,000
	EV/sales volume						7.6	3.2
	营收						4,782	13,098
	EV/revenue						39.8	14.5
蔚来汽车*	EV				42,303	40,872	468,269	468,269
	EV, 稀释后						579,646	579,646
	销量 (辆)				11,348	20,565	41,000	92,000
	EV/sales volume				3.7	2.0	11.4	5.1
	营收				4,951	7,825	15,222	32,122
	EV/revenue				8.5	5.2	30.8	14.6
	EV/revenue, 稀释后						38.1	18.0
理想汽车*	EV						153,543	153,543
	销量 (辆)						30,000	80,000
	EV/sales volume						5.1	1.9
	营收						8,683	22,192
	EV/revenue						17.7	6.9

注：数据截至 2020 年 12 月 31 日。标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期；

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：理想汽车-US。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V190624  
编辑：赵静

## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

