# 理想汽车（LI.O/2015.HK）

首发报告

## 买入

2023 年 7 月 7 日

### 差异化产品精耕中大型 SUV 市场

- **精准定位，聚焦家用市场：**中国家庭用户用车需求增长，为满足家庭应用场景，理想建立了清晰完整的产品序列，主攻 5-6 人座中大型 SUV 市场，先后研发理想 ONE、L9、L8、L7 车型。针对长途、冬季用车、充电桩短缺现象理想选择增程式过渡方案解决续航问题，公司积极整合纯电与混动优势，形成差异化产品定位。
- **高性价比打造爆款车型产品：**理想汽车内部轴距领先绝大多数 SUV 产品，空间堪比百万级 SUV;座舱智能化配置显著高于同价位竞品，形成绝对优势的产品力。高性价比使理想汽车在 30-50 万价位市场市占率不断提升，凭借理想 L9、理想 L8、理想 ONE 三款车型，于中国大型 SUV 和中大型 SUV 市场排行中斩获第一名。理想汽车满足 30 万元至 50 万元价格区间的家庭用户需求，成为家庭首选的豪华 SUV。
- **智能化系统投入加速：**公司加大智能化投入，完成多项核心技术自研，在空气悬架、三电系统、座舱系统、智能驾驶领域开拓创新。公司拥有自主掌控的增程器、电驱、碳化硅功率模块生产基地，产能不断爬升，减小供应链紧张对汽车生产的影响。
- **组织模式积极调整：**2022 年末李想调整组织模式，管理层变动，提出矩阵型组织确保全流程的管理质量，用组织升级实现千亿收入规模的突破，向万亿收入规模发起挑战，角逐 1 到 10 的发展阶段。
- **看好公司未来发展，目标价 45.98 美元/180.24 港元，首次覆盖给予买入评级：**我们预测公司 2023-2025 年的销量分别达到 32.17 万辆、53.57 万辆、67.04 万辆，收入分别为 1093 亿元、1736 亿元和 2067 亿元，净利润分别为 37.8 亿元、103.8 亿元和 150.9 亿元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC 13%，永续增长率为 3%，求得合理股价应为 45.98 美元/180.24 港元，较现价有 29.59%/29.11%的上涨空间，故给予买入评级。
- **风险因素：**新车销量不及预期，纯电产品开发不及预期，电动化智能化零部件供应链受阻，超充基础设施建设进度不及预期。


**李京霖**

**852-25321957**

**Jinglin.li@firstshanghai.com.hk**

**金煊**

**852-54855519**

**Lexy.jin@firstshanghai.com.hk**


### 主要资料

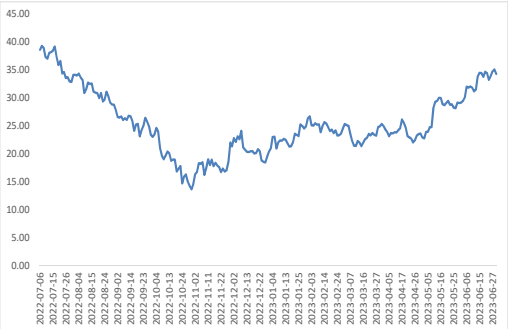
| | |
|---|---|
| 行业 | 新能源汽车 |
| 股价 | 35.48 美元/139.60 港元 |
| 目标价 | 45.98 美元/180.24 港元 (29.59%/29.11%) |
| 股票代码 | LI.O/2015.HK |
| 已发行股本 | 9.77 亿股 |
| 总市值 | 346.7 亿美元 |
| 52 周高/低 | 40.89 美元/12.52 美元 |
| 每股账面值 | 6.04 美元 |
| 主要股东 | 李想 23.70% |
| | 美团 13.17% |
| | 王兴 6.54% |
| | Rainbow Six Limited 3.98% |
| | BlackRock, Inc. 2.76% |

### 盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 2021财年 | 2022财年 | 2023财年 | 2024财年 | 2025财年 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 收入(百万元) | 27,010 | 45,287 | 109,341 | 173,560 | 206,743 |
| 变动(%) | 186% | 68% | 141% | 59% | 19% |
| 归母净利润(百万元) | -838 | -684 | 3,804 | 10,378 | 15,094 |
| 变动(%) | 54% | 18% | 656% | 173% | 45% |
| 摊薄后每股盈利(元) | -0.17 | -1.04 | 2.06 | 4.55 | 7.60 |
| 变动(%) | 81% | -498% | 298% | 121% | 67% |
| 市盈率@35.48美元 | N/A | N/A | 125.0 | 56.5 | 33.8 |
| 每股股息(美元) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现




资料来源：彭博

# 目录

理想：聚焦 SUV 的新能源汽车公司 ..... 3
增程式新能源车市场化加速，发展空间广阔 ..... 4
增程赛道优势凸显，对抗里程焦虑 ..... 5
增程式市场发展迅速 ..... 6
快速抢占豪车市场份额 ..... 6
家庭用户增购换购潜力大 ..... 7
聚焦 30-50 万价格区间，车型矩阵满足家庭需求 ..... 8
L9 首月交付辆即破万，L8、L7 价格区间进一步向下渗透 ..... 9
未来车型计划：23 年下半年发布纯电车型，24 年 L 系列持续下沉 ..... 10
新增北京、重庆两大工厂，产能扩张充分满足市场需求 ..... 10
核心技术自研，供应链体系不断完备 ..... 11
智能驾驶硬件配置齐全，与多家厂商合作 ..... 12
纯电产品提前打基础 ..... 14
积极规划充电桩布局 ..... 15
线上+线下结合的营销模式 ..... 16
盈利预测与财务分析 ..... 16
财务基本情况：营收稳步增长，净利润扭亏为盈 ..... 16
目标价 45.98 美元/180.24 港元，买入评级 ..... 18
风险因素 ..... 19
主要财务报表 ..... 20

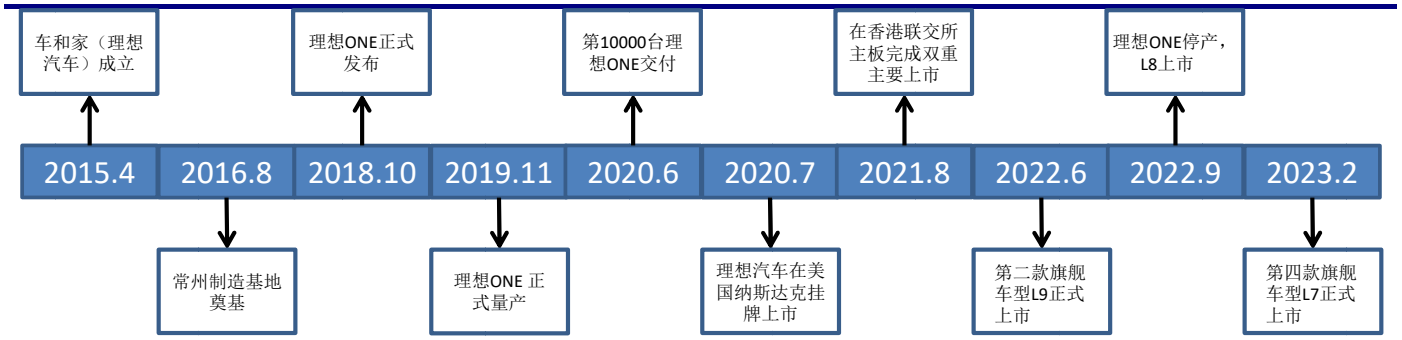

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

# 理想：聚焦 SUV 的新能源汽车公司

理想汽车是一家中国新能源汽车制造公司，主要业务是设计、开发、制造和销售中高端智能电动汽车。公司的品牌使命是“创造移动的家，创造幸福的家”，聚焦家庭用车需求，致力于增程式及纯电中大型 SUV 车型的研发。

理想汽车创立于 2015 年，公司瞄准中国家庭用户的汽车市场，通过增程式车型理想 ONE 切入中大型智能 SUV 赛道，不断扩大细分市场份额。2016 年 8 月，常州制造基地竣工，包括冲压、焊装、涂装、总装四大车间，截至 2023 年 6 月，常州工厂负责公司所有车型的制造。

**图表 1：发展历程**




资料来源：公司资料，第一上海

## 主力车型

公司的首款智能电动车理想 ONE 于 2019 年 11 月量产，基于用户里程焦虑等问题的考虑，公司选择了增程电动解决方案，并成功将增程式电动汽车商业化。当前公司主力车型为 L 系列 SUV，包括六座旗舰 L9、六座豪华家庭 L8、五座旗舰 L7，均采用增程方案，并计划在 2023 年下半年推出首款纯电车型。

**图表 2：理想 L7、L8、L9 车型**

资料来源：公司官网，第一上海

**图表 3：理想车型开发路线及交付时间**

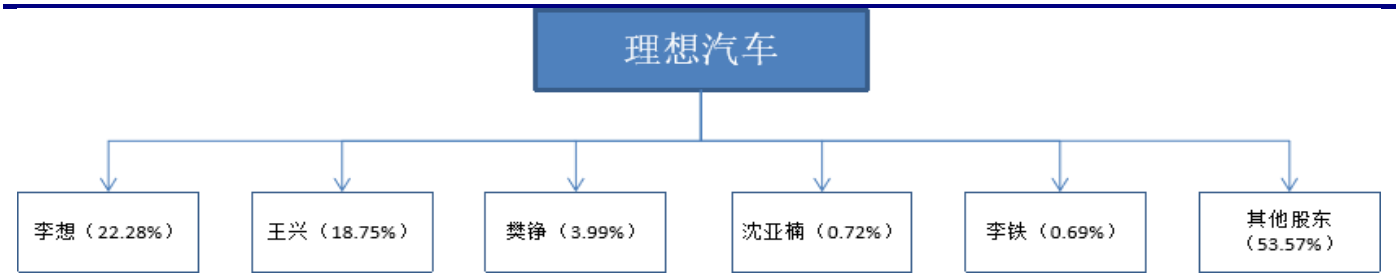
资料来源：公司官网，第一上海

## 股权结构

理想汽车的主要股东为创始人李想先生、王兴先生及美团系企业、公司高管樊铮先生、沈亚楠先生和李铁先生。截至 2022 年 12 月 31 日，公司的前五大股东持有 46.43%的股份，持股比例相对集中。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

**图表 4：股权结构（截止 2022 年 12 月 31 日）**




资料来源：公司资料，第一上海

**核心人物简介**

CEO 李想先生曾先后创立泡泡网、汽车之家，具有丰富的互联网、汽车行业的创业经验，对一线购车者的深入接触使其团队熟谙消费者用车需求，产品始终以用户需求为导向。同时，李想先生也是一名优秀的产品经理，战略定位独到，能够为消费者推出性价比高、解决用户痛点的车型，并不断控制造车成本，打造产业链一体化，推进核心电动化和智能化技术的自研。

公司首席财务官李铁先生，曾就职于汽车之家，具有丰富财务管理经验，主要负责本公司的整体战略、会计、法务、内部控制和资本市场活动。李铁先生在管理公司成本、解决公司融资上发挥了重要作用。

公司总裁、总工程师马东辉先生负责研发与供应群组，曾就任三一重工车身有限公司任研究院院长，主导了理想 ONE 从 0 到 1 的产品创造，以及从 1 到 10 阶段理想 L9、L8、L7 等产品的成功研发和交付。马先生带领团队成功地完成了增程电动、高压纯电、智能空间、智能座舱四大技术平台的研发，为全新一代的产品提供了坚实的技术研发的地基。

公司首席技术官谢炎先生负责系统研发业务和强化底层的智能化技术研发，包括理想汽车自研的操作系统、算力平台等。谢先生曾就职于阿里巴巴、华为，在计算机系统技术方面具有深厚背景。谢先生的加入也彰显了理想汽车深化核心技术自研的决心。

# 增程式新能源车市场化加速，发展空间广阔

**新能源车渗透率、保有量大幅提升**

近年来新能源汽车发展迅速，中国产销量和保有量位居世界前列，渗透率不断提升。据中汽协统计，2022 年国产新能源汽车销量（批发量含出口）688.7 万辆，其中国内批发销量 620.8 万辆，出口量 67.9 万辆。按此口径 2022 年中国新能源汽车市场占有率（渗透率）达到 25.6%，提前三年完成国家《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》提出的到 2025 年达到 20%的目标。截至 2022 年底，全国新能源汽车保有量达 1,310 万辆，占汽车总量的 4.10%，扣除报废注销量，比上年增加 526 万辆，增长 67.13%。

与此同时，汽车电动化的发展使汽车控制器数量逐渐增多，集中式汽车电子电气架构成为趋势，软件定义汽车成为未来汽车智能化的发展方向，当前中国汽车消费处于转型升级的过程中，因此新的消费需求更多集中在附加值较高、技术含量较高的产品。车载软件、人机交互、智能座舱、智能驾驶等智能化配置重新定义了汽车属性。

伴随新能源汽车的发展和增程式技术路线的优势逐渐显现，越来越多的国内车企开始布局增程式产品，哪吒、零跑、长安等均积极开拓增程式新能源车赛道，抢占中低价位市场。截至 2023 年 6 月，我国有 300 余家增程式电动汽车相关企业。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

## 增程赛道优势凸显，对抗里程焦虑

**首选增程路径**

增程式电动汽车的能源来自电池组及增程系统，增程系统由专用内燃机、发电机及减速器产生电力，并驱动电机运转。相比插电式混动汽车，增程式电动车完全是由电机进行驱动，发动机和电机的动力无法叠加，工作模式较混动汽车更为单一。增程式车型采用串联结构，内部构造也相对简单，维修成本一般更低廉；而插电式混动车型内部采用的是混联结构，内部构造复杂，理论上系统故障率会更高，后续的维修成本可能也更贵。增程式车型由纯电车型基础上设计而来，车辆电池容量小，利于节省电池成本，纯电续航里程更长。

**增程并不是新赛道**

从赛道发展的角度而言，增程式不是新兴概念，宝马曾率先推出 i3 增程版本，搭载一台排量 0.65 L 的两缸发动机作为增程器，电池容量 33 kWh，售价 40.58 万元。但是，由于技术研发尚不成熟，在电池容量没有减少的同时增加了增程器，导致零部件成本增加，控制逻辑更加复杂，种种因素导致最终销量不佳，目前增程版已停售。赛道选择的摇摆不定影响研发进程，制造概念噱头、高品牌溢价导致了该款车型的失败。

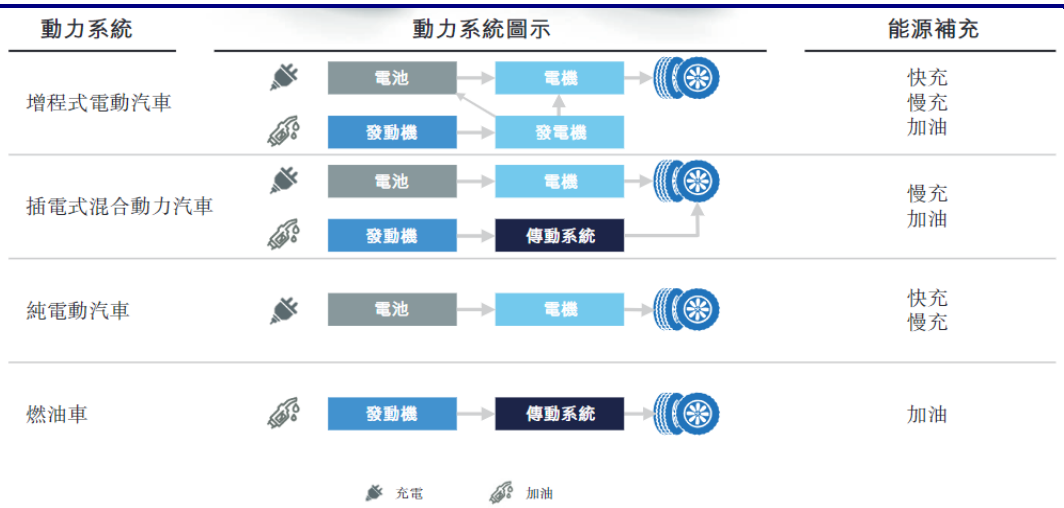
**混动市场竞争激烈**

混动路线的竞争相对激烈，主要玩家包括比亚迪等车企。比亚迪通过不断研发投入提升发电机热效率，实现产业链垂直整合，所推出的 DM-i 车型也具备了长续航、高性价比等优点。比亚迪 DM-i 系列注重电气化，通过自主研发不断提升电机的能源利用率。同时，搭载刀片电机解决了磷酸铁锂能量密度低的缺点，在达到三元锂能量密度的同时，安全性更高。电气化后研发的插混发动机通过自然吸气增加发动机的压缩比，提升热效率，达到省油的目的。通过优秀的生产效率、成本控制，比亚迪迅速扩大了 30 万以下新能源汽车份额。

**理想：增程式方案是四驱车型的动力最优解**

关于增程式和插电式的选择，理想很早就完成了 PHEV 并联的研发并进行大规模高速路测，结果发现并联只减少了不到 4%的能耗，拆除后驱动电机后，前驱并联高速路可以比前驱串联节省约 7%的能耗，但考虑到经济性和驾驶舒适性后，理想在四驱车型中选择了串联式方案。

**图表 5：增程式动力系统与其他动力系统比较**




资料来源：公司资料，第一上海

**增程式新能源车市场广阔，理想销量位列榜首**

李想认为新能源车企业的创新面临两个挑战：1、充电难，相对于传统燃油车，消费者没有任何义务去接受一个更差的补能水平，理想的思考是如何从完全替代燃油车的角度去解决补能的问题。2、电池成本高，电池由大宗商品中的贵金属组成，因此价格会面临周期性波动。理想通过增程方案、高压快充方案不断完善产品，通过做大电池，保证 200 公里以上的 CLTC 续航，做到城市用电、长途用油。此外，利用


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

高压平台和碳化硅解决充电速度问题，改善充电站盈利模式，赋能基础设施建设，更好地推广纯电产品。

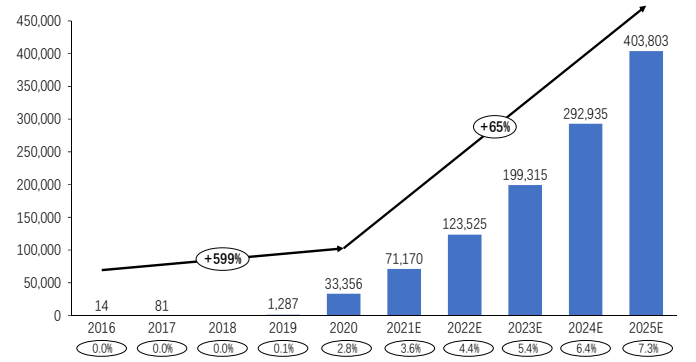
## 增程式市场发展迅速

增程式销量迅速提升 16-20 CAGR+599%，20-25E CAGR+65%

尽管纯电汽车的续航不断进步、充电桩设施不断完善、以及部分地方政府对增程式新能源车的补贴政策收窄，但增程式新能源车保持高速增长。在新能源车的普及前期，增程式电动汽车于中国的总销量从 2016 年的 14 辆增至 2020 年的 33,356 辆，2014-2020 年复合增长率达到 598.7%，理想汽车几乎占据了 2020 年增程式汽车市场的全部销量。2021 年，中国增程式电动汽车销量达到 10.48 万辆，同比增长超过 2 倍，在新能源汽车市场中渗透率为 3.35%。2022 年，中国插电和增程混动汽车总销量增速快于纯电车型，纯电动汽车销量同比增长 81.6%，插电和增程混动汽车销量同比增长 150%。

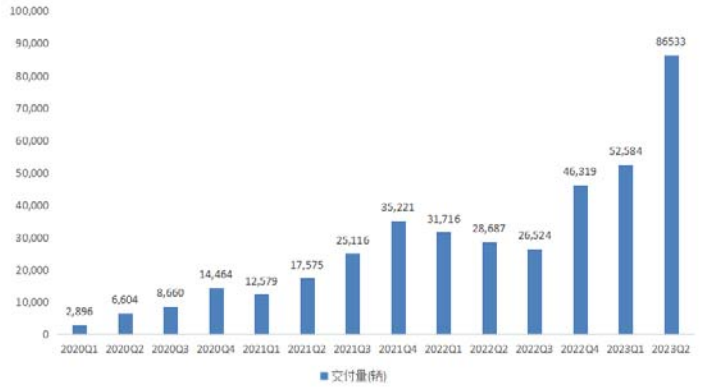
除去新车发售、车型迭代、补贴政策变化等短暂影响，理想汽车交付量基本处于快速攀升的状态，2021 年 11 月理想 ONE 单车型月交付量突破 1 万辆，2022 年 12 月理想全车型月交付量突破 2 万辆，伴随着 L7 的上市，产品矩阵更加丰富，2023 年 6 月，理想汽车共计交付新车 32,575 辆，月度交付量首次突破三万，同比增长 150.1%。今年第二季度，理想汽车累计交付量达到 86,533 辆，同比增长 201.6%。理想汽车 2023 年上半年的交付量已经超过 2022 年全年的交付量。7 月 6 日理想汽车宣布完成了第 40 万辆车的用户交付。

**图表 6：增程式电动汽车中国销量（2016 – 2025E）**




资料来源：公司招股书，第一上海研究部整理

**图表 7：理想汽车交付总量**




资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

## 快速抢占豪车市场份额

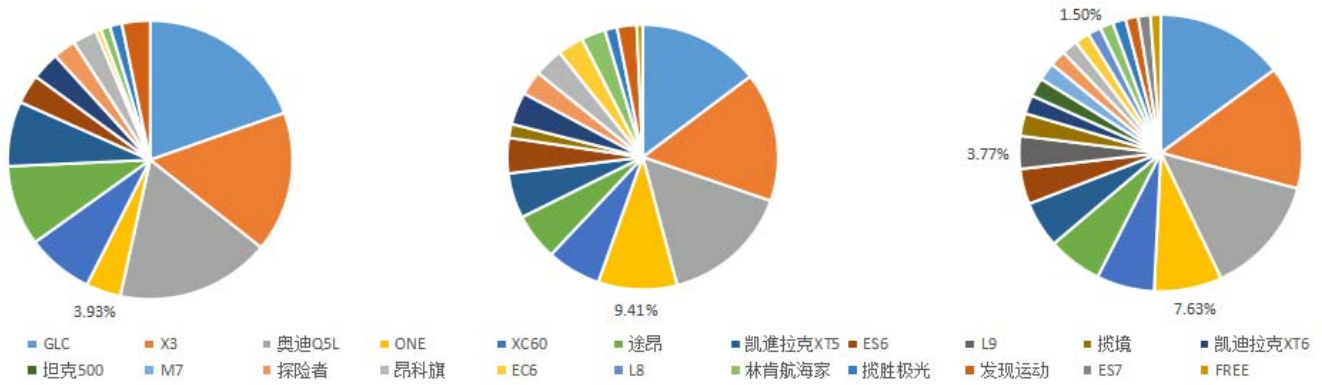
从 30 万-50 万 SUV 市场格局来看，理想汽车自从加入豪华车激烈的竞争就已快速获取了市场份额，单款车单季度销量就超过诸多车型年度销量，反映出其车型在同价位中具有强劲的产品力。

过去，宝马、奔驰、奥迪占据了国内燃油车高端品牌心智，在 30 万以上价格有着绝对的话语权，BBA 一度占据豪华车市场 70%的市场份额。理想汽车通过设计、产品力、空间上的加速追赶 BBA 产品，设计、比例都是豪华车的姿态，不仅空间更大，而且产品力优于燃油车，并突出性价比优势。据乘联会公布的 4 月月度销量数据，30 万元以上高端 SUV 排行榜中，特斯拉 Model Y、奥迪 Q5L、宝马 X3 占据前三，理想 L7、L8、L9 分列第四、第五、第六位。其中，理想 L7 在首个完整的交


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

付月实现了销量过万，凭借着“大五座”的空间优势以及 100 项旗舰配置，受到了众多家庭用户的青睐。另外，理想汽车 2023 年 4 月销量达到 25,681 辆，成为 30 万以上 SUV 市场占有率第一的品牌。

**图表 8：30 万-50 万豪华 SUV 市场格局（2020 年-2022 年）**




资料来源：搜狐汽车，乘联会，中国市场学会，第一上海

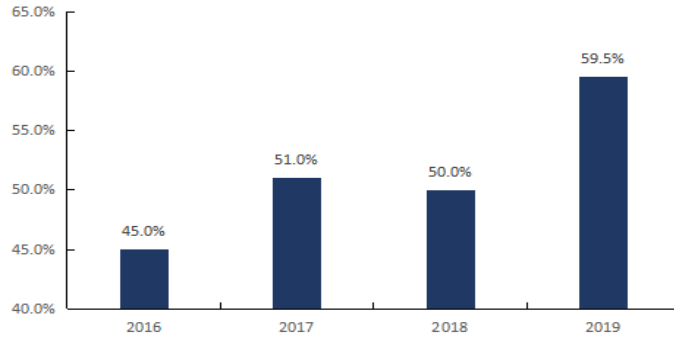
## 家庭用户增购换购潜力大

中大型 SUV 需求稳健，目标群体有较强消费力

理想汽车始终聚焦中国家庭用户的用车需求，致力研发 5-6 人座中大型 SUV，兼具车内安全性、空间性、舒适性、娱乐性。伴随着国内三孩政策的出台，抚养相关成本的控制，疫情形势缓解，未来我国二孩、三孩家庭户数有望增加，从而影响家庭人口数，4-6 人家庭户数提升，增加潜在购车需求。

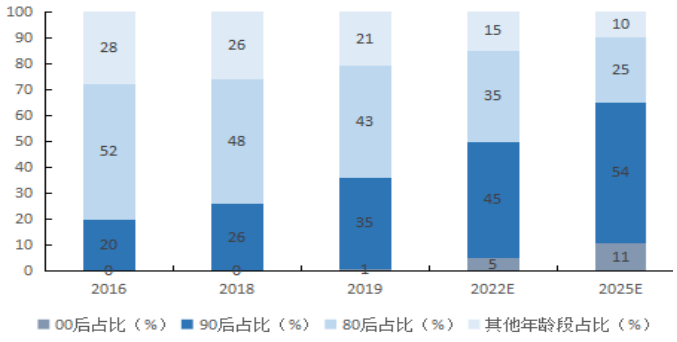
理想汽车增购换购用户主要集中在已婚群体，年龄段集中于 30-40 岁、40-50 岁群体，有较强的消费能力，具有良好的客户基础。

**图表 9：疫情前二孩数量与出生人口数量之比**




资料来源：国家卫生健康委员会，第一上海

**图表 10：中国购车消费者年龄结构分布预测**




资料来源：国家卫生健康委员会，第一上海


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

理想汽车提升产品安全性、空间性、舒适性、娱乐性

**从安全性分析**，理想汽车对增程车型进行优化，轻量化车身结构设计，强化车身刚性，全方位主被动安全设置，在正面碰撞、偏置碰撞中获得高分，发生碰撞时，副驾驶气囊将从仪表台上方斜向上弹出，不会受到副驾屏幕和风挡玻璃的影响。**从空间性分析**，理想汽车相比同类车型具有大空间优势，满足一家三口、二胎、三胎家庭的出行需求。**从舒适性分析**，座椅造型进一步优化，二排独立座椅支持加热、按摩功能，更适合用户日常乘坐。为每个座位设计了丰富的储物空间，杯架、储物格、手机槽，搭载后排冰箱、全景天窗，满足乘客舒适性需求。**从娱乐性分析**，理想汽车通过更多的屏幕数量、更强的娱乐功能、更好的音响配置提升汽车乐趣，除了游戏功能，如理想 L9 的座舱也支持 KTV 和家庭影院功能。一家人出游过于单调是“奶爸”们的一大痛点，理想 L9 也通过座舱的场景应用一定程度解决了痛点。

**图表 11：理想 L9 后座娱乐屏**

资料来源：公开资料，第一上海

**图表 12：中控屏和副驾娱乐屏**

资料来源：公开资料，第一上海

## 聚焦 30-50 万价格区间，车型矩阵满足家庭需求

**图表 13：L 系列配置情况**

| | 理想L9 | 理想L8 | 理想L7 |
|---|---|---|---|
| 外观 | | | |
| 定位 | 大型六座SUV | 中大型六座SUV | 中大型五座SUV |
| 售价(万元) | 45.98 | 33.98-39.98 | 31.98-37.98 |
| 尺寸(mm) | 5218×1998×1800 | 5080×1995×1800 | 5050×1995×1750 |
| 轴距(mm) | 3005 | 3005 | 3005 |
| 空气悬架 | 标配 | 标配/无 | 标配/无 |
| 智能座舱系统/芯片 | SS MAX双8155 | SS Pro单8155 / SS MAX双8155 | SS Pro单8155 / SS MAX双8155 |
| 屏幕数量 | 前排双屏+ 后排娱乐屏 | 前排双屏+ 后排娱乐屏/前排双屏 | 前排双屏+ 后排娱乐屏/前排双屏 |
| 屏幕材质 | LCD | LCD | LCD |
| 辅助驾驶系统 | AD MAX | AD MAX/AD Pro | AD MAX/AD Pro |
| 辅助驾驶芯片 | 双英伟达Orin 508T0PS | 双英伟达Orin 508T0PS/双地平线J5 128T0PS | 双英伟达Orin 508T0PS/双地平线J5 128T0PS |
| 激光雷达 | 1 | 1/0 | 1/0 |
| 800万像素摄像头 | 6 | 6/1 | 6/1 |
| 200万像素摄像头 | 5 | 5/9 | 5/9 |
| 毫米波雷达 | 1 | 1 | 1 |
| 超声波雷达 | 12 | 12 | 12 |

资料来源：公开资料，第一上海


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主打性价比，对标百万级豪车

理想于 2022 年 6 月 21 日夏季发布会正式发布理想 L9，定位全尺寸 SUV，售价 45.98 万起，第二、三排及后备厢空间总和超过了七座的丰田埃尔法，同价位比较，理想 L9 内部空间远大于竞品；同空间相比，L9 售价远低于相似尺寸的百万级豪车。

L9 硬件配置

动力方面，L9 搭载了双电机智能四驱系统，可实现 330 kW 的最大驱动功率和 620 Nm 的最大扭距，百公里加速为 5.3 秒。L9 的动力系统、新底盘以及域控制器都是理想团队的技术自研，能够更好的专注于软件的协调能力，尽可能的提升效率和升级的范围。续航方面，理想 L9 采用三元锂电池组，可用电量 39.2 kWh，CLTC 下纯电续航为 215 公里，加满油后 CLTC 综合续航为 1,315 公里。

娱乐方面，车内搭载了五块屏幕，通过 3D ToF 传感器和 6 颗麦克风，配合多模态三维空间交互技术，用户可通过手势或者语音控制吸顶显示屏的节目播放、切换等。L9 取消了传统仪表盘，通过一块 13.35 英寸的超大尺寸 HUD 来显示各类仪表盘上的信息。自动驾驶方面，车内搭载智能驾驶系统 AD Max，搭载一颗禾赛混合固态 128 线激光雷达、一颗前向毫米波雷达、12 颗超声波雷达、6 颗 800 万辆像素摄像头和 5 颗 200 万像素摄像头。芯片则为两颗总算力为 508 TOPS 的 Orin-X 芯片。

## L9 首月交付辆即破万，L8、L7 价格区间进一步向下渗透

L9：国内首个单月交付破万的中高端 SUV

从销量看，2022 年 9 月理想 L9 销量 10,123 台，是首个单月交付量过万且售价在 40 万以上的中国品牌车型，截至 2023 年 4 月，理想 L9 最新月销量为 6082 辆，在中国大型 SUV 市场中，月销量排名第 1。

L8：动力系统、智能驾驶系统全面升级，换代产品认可度高

2022 年 9 月 30 日，理想发布了理想 ONE 的换代产品 L8，售价 33.98-39.98 万元。尺寸方面，理想 L8 的长度、轴距均比理想 L9 更小，与理想 ONE 相比理想 L8 的轴距更长。车内采用 2+2+2 的 6 座布局，空间表现优于理想 ONE。动力方面，理想 L8 将理想 ONE1.2T 三缸增程器替换成 1.5T 四缸增程器。电池方面，L8 配备 42.8 千瓦时电池组，CLTC 纯电续航 210 公里，CLTC 综合续航里程将会达到 1,315 公里。

理想 L8 推出 Air、Pro、Max 三个版本车型，其中 L8 Air 取消了大灯高度自适应调节，不搭载空气悬架，在感知硬件上与 Pro 版本配置不同。电池的供应商也从宁德时代更换为欣旺达/蜂巢。L8 Max 版本采用了 SS Max 系统，智能座舱上搭载了双高通骁龙 8155 芯片，辅助驾驶搭载双英伟达 Orin 芯片，在感知硬件上搭载了激光雷达。理想 L8 成功延续了理想 ONE 的火爆销量，2022 年 12 月交付量破万，超越宝马 X5 成为中国中大型 SUV 销量冠军。

L7：五座产品开拓用户群体，市场下沉

2023 年 2 月 8 日，理想发布了五座旗舰 SUV 理想 L7，售价 31.98 万-37.98 万元。尺寸方面，理想 L7 的长宽高分别为 5050*1995*1750mm，车身轴距为 3005mm，更偏向三口之家使用。理想 L7 可一键开启“皇后座”，电动脚托自动展开，二排靠背调至 40°，副驾前移可以获得接近 1.2 米的后排腿部空间，座椅全包围加热和腰部按摩，后排配备独立控制的空调系统，方便调节二排空间的温度，增加的 B 柱出风口，可以让二排的冷暖调节速度更快、吹风更舒适。：

智能配置上，理想 L7 Pro 车型标配智能驾驶 AD Pro 和智能座舱 SS Pro，理想 L7 Max 车型标配智能驾驶 AD Max 和智能座舱 SS Max。理想 L7 Pro、理想 L7


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

Max 于 23 年 3 月 1 日陆续开启交付，理想 L7 Air 于 23 年 4 月初陆续开启交付。作为 L 系列首款 5 座车，标志着理想从之前单一爆款车模式，向增程式多车型矩阵进一步转型。

**L 系列由于三款车型使用统一技术平台、智能化系统以及增程电机系统的架构，在降低技术复杂度的同时，也就能有效摊薄研发和采购成本，让理想第一次实现了对成本结构的有力控制。另一方面，车型进一步细分让产品矩阵更加厚实丰富，能有效满足更多消费者的需求。**

## 未来车型计划：23 年下半年发布纯电车型，24 年 L 系列持续下沉

纯电车型预计明年发布，产品矩阵不断完善

公司将在 2023 年下半年推出一款全新的纯电 MPV 车型（代号 Whale 1），切入纯电赛道，预计首款纯电车型的售价约为 46-50 万，由北京工厂生产，完整交付周期将在 24 年。

L6 将进入 20-30 万市场

同时，L 平台计划推出尺寸更小的 L6 车型，预计售价将低于 30 万，通过同价位性价比优势获得市场份额。相较 30-50 万价格带，20-30 万的区间将面临更广阔的市场，更多元的购车需求，也将面临更激烈的竞争。

公司目标

2023 年 30-50 万市场总销量约 140 万至 150 万辆，公司 23 年目标是在 30-50 万区间获得豪华 SUV 约 20%的市场份额，这意味着理想汽车的销量将比 22 年翻一倍。从长远来看，公司计划在 27 年挑战 350 万辆总销量，这意味着完成 23 年目标的同时，还要面临未来 4 年计划每年接近增长 50%左右的挑战。在燃油车、电车通过降价加剧行业竞争的大背景下，理想更需要通过强大的品牌力，完整的产品布局，优质的汽车质量在红海市场中站稳脚跟，获得零和博弈的胜利。

**图表 14：纯电 MPV 谍照**

资料来源：公开资料，第一上海

**图表 15：理想 2025 年战略**

资料来源：公开资料，第一上海

## 新增北京、重庆两大工厂，产能扩张充分满足市场需求

快速扩充产能应对庞大需求，未来将拥有三大生产基地

早期理想汽车由力帆代工，但随着理想收购了力帆汽车有限公司以后，理想便通过自建工厂实现了自主生产。公司 2016 年开始投建常州工厂，一期产能 10 万辆，目前正扩建二期工厂，未来预计总产能达到 50-60 万辆。工厂覆盖冲压、焊


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

装、涂装、总装、检测线、物流、IT 等整车生产工艺。

2021 年理想汽车从北京现代收购北京工厂，改扩建总面积达 27 万平方米，沿用率达 60%，预期将于 2023 年 9 月投产。北京工厂主要打造纯电平台 Whale，计划年产能 10 万台。

2021 年 12 月理想汽车与重庆市政府签署战略合作框架协议，在两江新区建设重庆制造基地，预计 2024 年开始生产，设计产能超过常州、北京工厂总和，达到 100 万台。为了达到 27 年的销售目标，公司极有可能开辟常州第三条产线，并加快新工厂的建设。

合计产能

面对短时间内爆发的强劲需求，理想汽车的产能落地显得尤为重要。公司目标在 2023 年年底，预计将达到每年 50 万台标准设计产能，采用两班生产，总产能将达到每年近 70 万台。

**图表 16：理想常州制造基地**

资料来源：公开资料，第一上海

**图表 17：理想北京制造基地**

资料来源：公开资料，第一上海

# 核心技术自研，供应链体系不断完备

坚持核心部件自研，研发投入不断加大

理想汽车坚持全栈自研，在增程电动、底盘悬架、智能驾驶、智能空间、高压纯电等关键技术领域取得成果。2021 年在上海设立研发中心，研发中心规模超过 2000 人，致力于智能电动车技术的前沿开发，包括高电压平台及超快充技术、自动驾驶技术和下一代智能座舱科技，同时具备全新车型完整的研发能力。

在提升续航和提升搭载体验方面，公司积极推动增程器技术进步，于理想 L9 上搭载增程式 2.0 系统，电池组总电量、纯电续航里程均保持业内领先，提升增程器热效率。搭载豪车配置的魔毯悬架，底盘悬架系统采用前双叉臂+后五连杆独立悬架空气弹簧，自研 CDC 连续可调阻尼减震器可以根据路面反馈智能调节减震阻尼系统强度，驾驶感更平稳。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

**图表 18：自研增程系统与底盘控制系统**

资料来源：公开资料，第一上海

**图表 19：自研空气悬架**

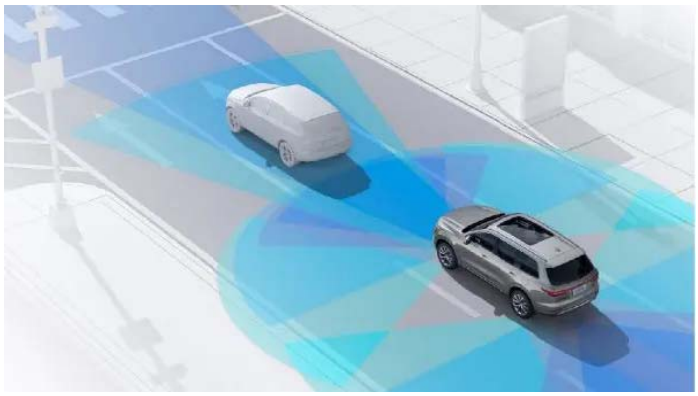
资料来源：公开资料，第一上海

智能驾驶方面，理想 ONE 交付 NOA 导航辅助驾驶和完整 AEB 功能，理想 AD Max 3.0 在 23 年 4 月正式发布，其通过大模型 AI 算法，摆脱对高精地图的依赖，像人类司机那样实时地感知、决策、规划，整体类似特斯拉 FSD，理想采用的是融合感知方案，而非纯视觉。理想 AD Max 3.0 于六月开始推送内测用户，到年底将推送 100 座国内城市，它的软件与服务终身免费，仅限于 L 系顶配的 MAX 版本。

**图表 20：理想 ONE NOA 导航辅助驾驶**

资料来源：公司官网，第一上海

**图表 21：理想自研 AEB 功能**



资料来源：公司官网，第一上海

## 智能驾驶硬件配置齐全，与多家厂商合作

英伟达地平线

从用户需求和成本角度考量，ADAS 方面与英伟达、地平线均有合作，自研智能驾驶系统 AD Max 采用 2 颗英伟达 OrinX 芯片，总算力达到了 508TOPS，同时还配备了独立的高精度定位模块。理想 AD Pro 是全球首个搭载地平线征程 5 芯片的智能驾驶系统，芯片算力达到 128TOPS，功耗更低，更稳定。两款方案也能满足较低级别自动驾驶的功能，用户也可根据自身需求选择安装不同款方案的车型，节省公司采购成本，缓解缺芯难题。

雷达降本

激光雷达预计将在未来成本大幅下降，未来硬件价格的下降伴随着自研的推进和方案路径的优化，智能化配置将本将成为理想提升毛利率的关键步骤。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

影子模式

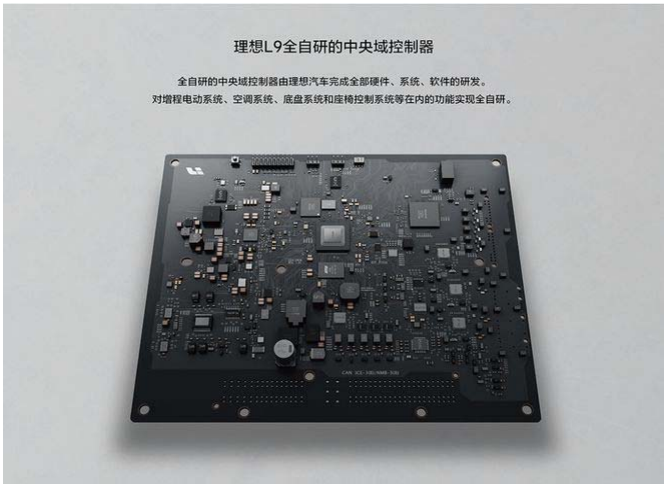
理想标配辅助驾驶功能，希望通过用户使用持续收集驾驶场景的数据，同时拥有乙级地图测绘资质，是造车新势力中第一家拥有合法收集数据资格的企业，通过“影子模式”收集数据进行驾驶训练。

理想汽车拥有 OTA 远程升级功能，不断给车主逐步开启新功能，优化产品体验，进行快速迭代，提供更加优质的系统服务，也可以大大降低由于软件缺陷带来的召回成本。

**图表 22：前部地盘控制系统**

资料来源：公司官网，第一上海

**图表 23：全自研中央控制器**




资料来源：公司官网，第一上海

智能座舱方面，理想汽车提升了智能化交互，如理想 L9 中央控制屏与副驾娱乐屏是两个 15.7 英寸的 3K 车规级 OLED 屏幕，采用一体式无缝设计。后舱娱乐屏同样为 15.7 英寸的 3K 车规级 OLED 屏。首次采用了 TOF 立体 3D 摄像头，后排乘客可以通过手势与娱乐屏进行交互。在智能座舱计算平台方面，理想 L9 采用两颗高通骁龙 8155 车载芯片（首款双 8155 芯片配置），配合 24GB 内存和 256GB 高速存储，满足多元化的舱内体验需求。L9 没有配备传统意义上的大尺寸液晶仪表，而是通过超大尺寸的 W-HUD 抬头显示以及方向盘上的迷你交互屏来实现。
车机操作、语音交互能够给乘客带来强烈的感知冲击，通过利用大数据、汲取用户意见，理想汽车经过多次 OTA 升级，不断完善操作系统和语音识别能力，用户满意度提升。智能语音助手“理想同学”控制的稳定性越来越高，功能越来越广泛，使用频率也不断上升。在科技日上，理想推出认知大模型“Mind GPT”,Mind GPT 使用了 1.3 万亿个 token，进行基座模型训练，使语音助手具备成长自我学习和进化，能够基于每一次反馈和纠偏，不断迭代自身的能力，让理想同学越用越好用。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

**图表 24：空间交互升级**

资料来源：公司官网，第一上海

**图表 25：空间 OTA**

资料来源：公司官网，第一上海

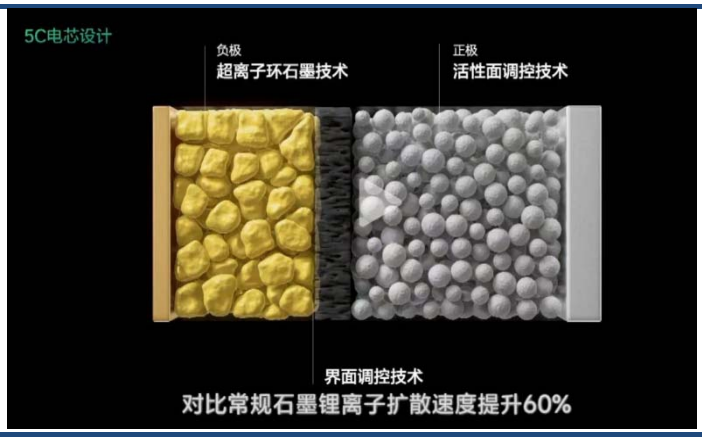
## 纯电产品提前打基础

高压快充方面，伴随着行业内功率半导体成本的控制，电池技术寿命、功能的突破，BMS 技术成熟，800V 高压方案变得可行。理想布局 800V 高压纯电平台，采用第三代半导体碳化硅芯片，在同等电流能力下比 IGBT 芯片面积减小 70%，综合效率提高 6%；推出高压三合一驱动电机，可实现最大 2.73KW/Kg 的功率密度与 51.5Nm/Kg 的扭矩密度。理想汽车功率半导体研发及生产基地在江苏苏州高新区启动建设。这个基地主要专注于第三代半导体碳化硅车规功率模块的自主研发及生产，将自研 800V 高压电驱动系统的核心部件，2024 年正式投产并逐步形成 240 万只的年产能。

**图表 26：充电技术突破**

资料来源：公司官网，第一上海

**图表 27：电芯设计创新**




资料来源：公司官网，第一上海

自制件的整车成本占比控制在 30%以内

芯片、电池供应紧张已成为困扰整车行业产能的重要原因之一，理想一直致力于通过供应链垂直整合来加强自研和自制能力。

对于传统汽车和新能源汽车差别较小的零部件，理想汽车青睐与成熟的供应商合作。对于电机、电控、增程器等新能源汽车独有的核心部件，理想选择自研自造。智能传感器类产品目前供应稳定，但自建有利于降低成本，可能会成为发展趋势。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

对于 HUD、空气悬架和核心芯片等创新型产品，理想汽车会选择自研，不自建工厂，与上游企业共同研发行业前沿产品。对于电池，因受规模效应影响较大，因此也不会选择自制。

理想汽车由于采用增程式方案，电池依赖性低于同行车企，今年电池供应商宁德时代通过“锂矿返利”的方式加强与整车厂的合作，保障锂电池供应，有利于减少理想汽车的电池成本。同时公司与蜂巢能源、欣旺达等合作开辟专有生产线，生产自研电池包，降低单一供应商带来的产业链风险。

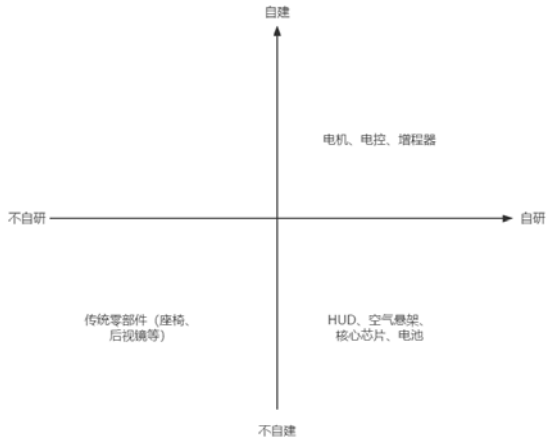
理想汽车借鉴传统车企成立合资公司模式，保障自身在产业链地位。2021 年 8 月，理想汽车与绵阳新晨动力机械有限公司签署投资协议，双方将成立全新的合资公司“四川理想新晨科技有限公司”，合资公司将为理想汽车开发并制造全新一代增程器，年产能超过 50 万套。理想汽车掌握五合一电驱总成的生产制造技术，在常州建立电驱生产制造基地，年产能可达超 60 万套。

## 积极规划充电桩布局

理想计划，在 2023 年底之前建成 300 个高速充电站，覆盖京津冀、长三角、大湾区和成渝四大经济带，并在 2025 年底之前将充电站扩展到 3000 个，覆盖全国 90% 的高速里程以及主要的一二三线城市。
理想汽车旗下纯电产品将采用由 800V 碳化硅功率模块组成的新一代自研电驱系统，全面优化的设计方案和更先进的资源整合，令各项能效指标均实现突破。理想汽车正式推出“理想 4C 超级充电站”及超充网络，峰值功率可达 480kW，实现充电 10 分钟增加 400 公里续航的快速补能。5 月 15 日，理想汽车宣布，新增的 6 座理想 4C 超级充电站正式上线，分别位于浙江省杭州市、山东省济南市、广东省东莞市。理想 4C 超级充电站于今年 4 月 20 日开启试运营，配备 4C 超充桩和 2C 快充桩。截至目前，理想汽车已在全国布局 13 座理想超级充电站，接入第三方充电桩超 50 万根。

理想汽车曾饱受缺芯困扰，在经历芯片短缺导致的“缺配”交付后，公司于 2022 年成立子公司四川理想智动科技有限公司，经营范围包括集成电路芯片设计及服务，同时招聘前华为消费者 BG 软件部副总裁、华为终端 OS 部部长谢炎加入理想汽车，负责主管系统研发部，推进理想的芯片研发工作。

**图表 28：理想汽车供应链一览**




资料来源：公开资料整理，第一上海


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

## 线上+线下结合的营销模式

**官网与 APP 线上结合的营销模式**

理想汽车精准把控客户的产品画像，官网、APP 采取简洁风格，增加用户反馈实现产品迭代改进。公司采用多种线上营销模式，利用短视频社交媒体平台，精准定位客户，抓取有效样本。通过直播等方式让更多用户认知品牌，在线解答售后，信息公开，解决用户需求。

**未来营销网络广泛布局三四线城市**

理想是最早下沉渠道网络布局的造车新势力，由一二线城市逐渐向三四线城市下沉，提升汽车保有量高的城市网点密度。理想汽车建立自有的销售和分销体系，截至 2023 年 6 月 30 日，理想汽车拥有 331 家零售中心，覆盖 127 个城市，售后维修中心及授权钣喷中心 323 家，覆盖 223 个城市。公司正在开设更多的零售门店和维修网点，并授权一些第三方钣喷中心，扩大服务范围。

随着智能电动车的普及程度和渗透率的增加，三四线城市将是 2023 年重点发力方向。理想汽车预计在销售网络覆盖城市数量会从现在的 120 个城市增加至 170 个城市，预计会增加 50 个城市左右。

**图表 29：全国零售中心和展厅分布**

资料来源：公开资料，第一上海

**图表 30：全国交付中心分布**

资料来源：公开资料，第一上海

# 盈利预测与财务分析

## 财务基本情况：营收稳步增长，净利润扭亏为盈

**收入与利润均维持高速增长态势**

公司 2020 年收入 94.57 亿元，同比增长 3,230%；2021 年收入 270.1 亿元，同比增长 186%；2022 年收入 452.87 亿元，同比增长 68%；2023 年 Q1 收入 187.87 亿元，同比增长 96%。

公司毛利率于 2020 年 Q4 至 2021 年持续改善，2022 年 Q3 开始因理想 ONE 清库存的影响，毛利率有所下滑，但于 Q4 开始有所改善。

**研发、销售及管理费用持续投入**

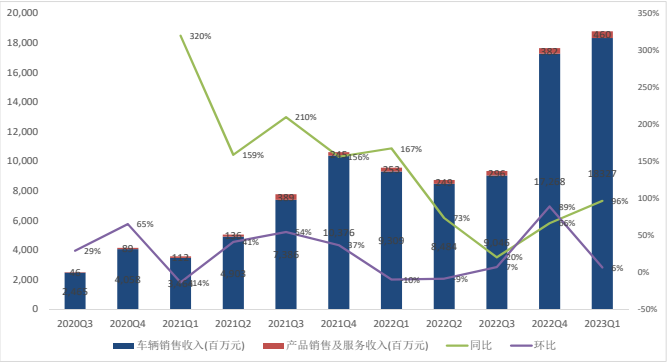
公司 2020 年研发费用为 11 亿元，与上一年基本持平；2021 年为 32.86 亿元，同比增长 199%；2022 年为 67.8 亿元，同比增长 106%。车型平台的研发以及研发人员薪酬的增加导致了研发费用的增加。研发的持续投入有助于提升公司的产品以及技术竞争力。

公司 2020 年 12 月开始进行交付，研发以及销售和市场的持续投入导致 2021 年净利润率开始走低，2022 年 Q4 开始因为营收的快速增长以及净利润转正，销售净利润率恢复为正，2023 年 Q1 达到 5%。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

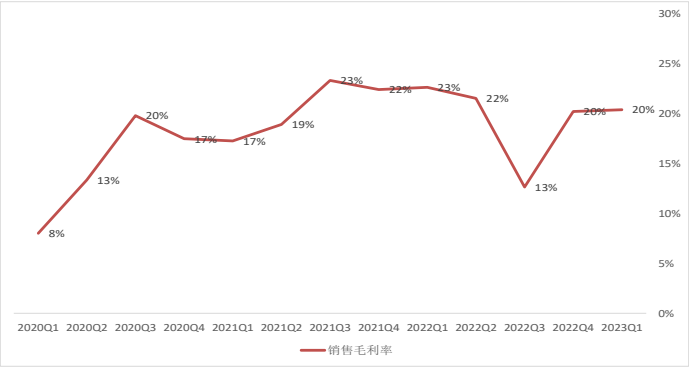
公司 2020 年归母净利润为-7.92 亿元，2021 年为-3.21 亿元，亏损均同比减少。2022 年因受到理想 ONE 相关的库存及购买承诺的影响，亏损有所扩大。2022 年 Q4 因公司优异的交付量表现，净利润扭亏为盈，22Q4 归母净利润为 2.57 亿元，2023 年 Q1 延续了 22Q4 的交付表现，归母净利润达到了 9.3 亿元。

**图表 31：公司营业收入（百万元）及增速（%）**



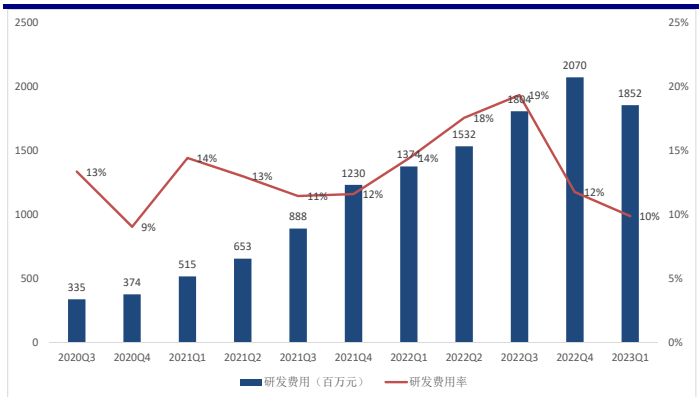

资料来源：公司资料，第一上海

**图表 32：公司销售毛利率（%）**



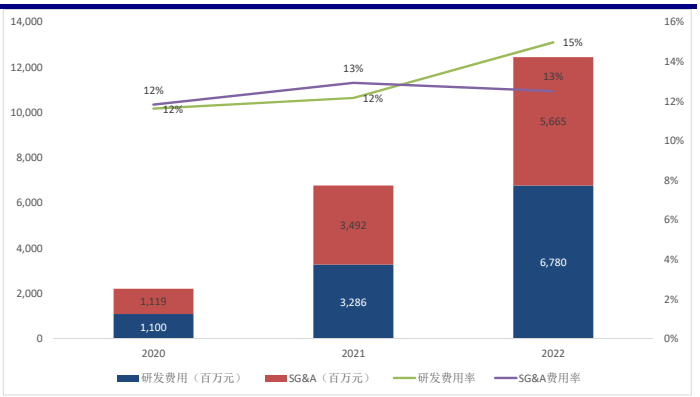

资料来源：公司资料，第一上海

**图表 33：公司研发费用及费用率（百万元）**



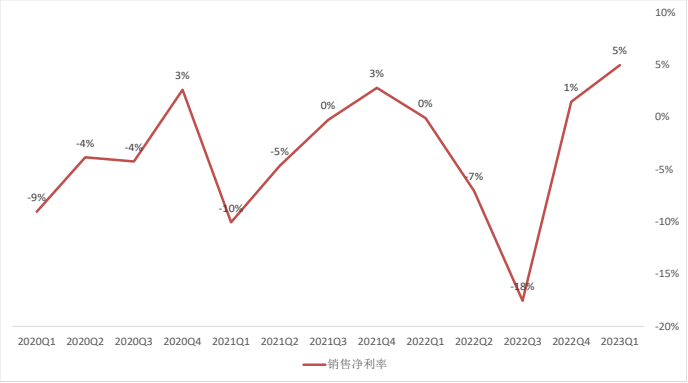

资料来源：公司资料，第一上海

**图表 34：公司研发、销售及管理费用（百万元）**



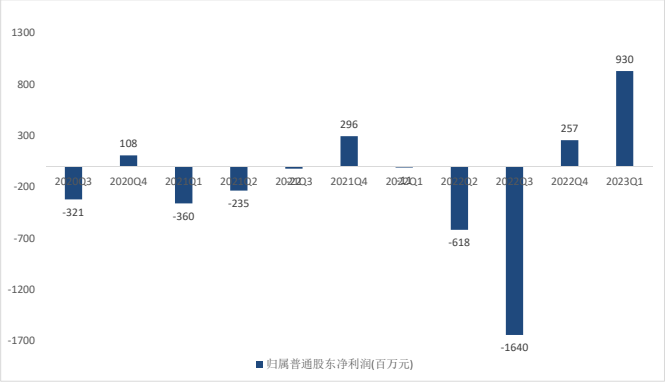

资料来源：公司资料，第一上海

**图表 35：公司销售净利率（%）**




资料来源：公司资料，第一上海

**图表 36：公司归母净利润（百万元）**

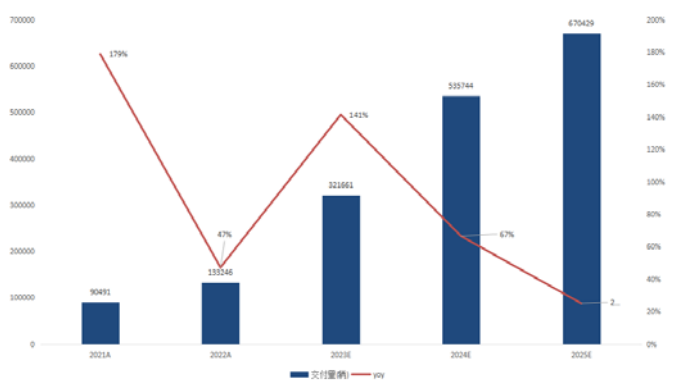



资料来源：公司资料，第一上海


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

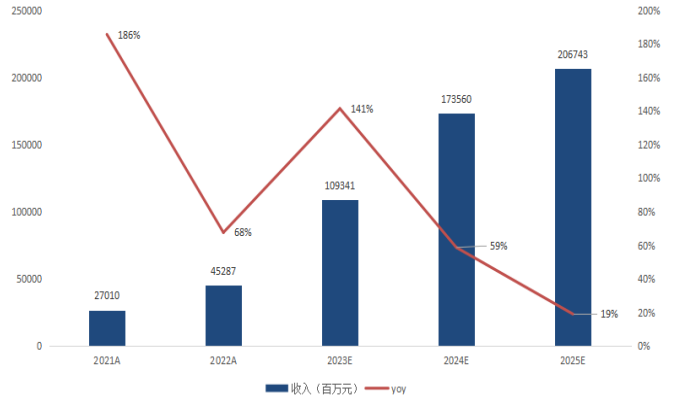
**库存周转天数保持平稳** 公司 2020 年库存周转天数为 36 天，2021 年为 23 天，2022 年为 42 天。2022 年受到疫情影响，库存周转天数有所上升。

**图表 37：销量预测(2021A-2025E)**




资料来源：公司资料，第一上海预测

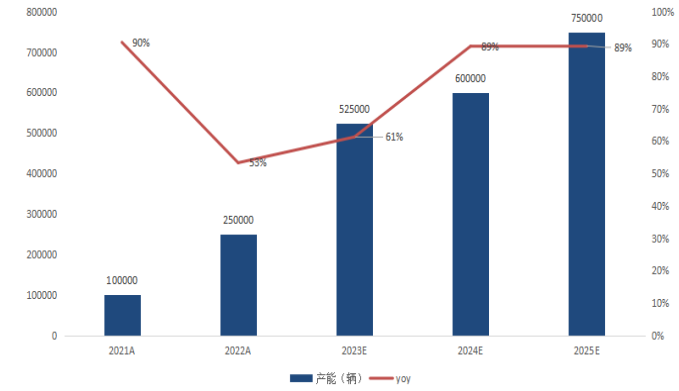
**图表 38：收入预测(2021A-2025E)**




资料来源：公司资料，第一上海预测

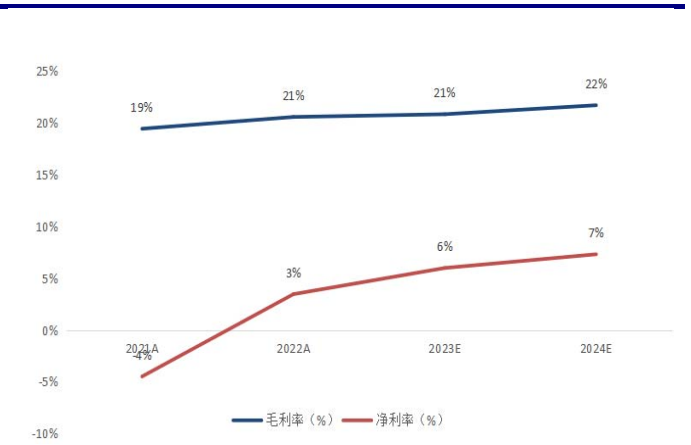
我们持续看好理想汽车在中国市场的表现，预测公司 2023-2025 年的销量分别达到 32.17 万辆、53.57 万辆、67.04 万辆，主营收入分别为 1093 亿元、1736 亿元和 2067 亿元。受益于北京、重庆工厂的快速建设投产，理想汽车能够满足交付需求，公司 2023-2025 年的产能分别达到 52.5 万辆、60 万辆、75 万辆。

**图表 39：产能预测(2021A-2025E)**




资料来源：公司资料，第一上海预测

**图表 40：毛利率、净利率预测(2021A-2025E)**




资料来源：公司资料，第一上海预测

预计理想汽车将在未来 2 年推出多款新车，产能爬坡影响部分车型毛利率水平，但伴随着供应链不断完善，预计 2023-2025 年公司的毛利润分别达到 224 亿元、361 亿元、448 亿元，毛利率水平分别为 21%、21%、22%。公司三项费用控制优秀，预计未来三年净利润分别为 37.8 亿元、103.8 亿元和 150.9 亿元，未来三年均维持盈利水平。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

## 目标价 45.98 美元/180.24 港元，买入评级

我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC 13%，永续增长率为 3%，求得合理股价应为 45.98 美元/180.24 港元，较现价有 29.59%/29.11%的上涨空间，给予买入评级。

### 图表 41：DCF 估值模型

| | 高速成长期 | | | | | 稳定成长期 | | | | | 永续期 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 假设 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
| (百万元) | | | | | | | | | | | |
| CFO | 19,672 | 26,960 | 32,745 | | | | | | | | |
| 自由现金流增长率 | | 57.5% | 34.0% | 25.0% | 30.0% | 25.0% | 20.0% | 15.0% | 10.0% | 10.0% | 3.0% |
| 自由现金流量 | 12,672 | 19,960 | 26,745 | 33,431 | 43,460 | 54,325 | 65,190 | 74,969 | 82,466 | 90,713 | 93,434 |
| 折合至2023年的现金流量 | 12,672 | 17,664 | 20,945 | 23,169 | 26,655 | 29,486 | 31,312 | 31,866 | 31,020 | 30,197 | 311,027 |
| 永续期折现值 | | | | | | | | | | | 962,369 |

| | |
|---|---|
| **WACC** | **13.00%** |
| 长期增长率 | 3.00% |

| Valuation | |
|---|---|
| 现金流折现 | 566,014 |
| 减：净金融负债 | -38,265 |
| 减：少数股东权益+合伙人权益 | 328 |
| 股本价值（百万人民币） | 603,951 |
| 人民币兑美元汇率 | 7 |
| 股本价值（百万美元） | 83,304 |
| 股本数量（预期） | 1,812 |
| **DCF法之每股价值（美元）** | **45.98** |
| **DCF法之每股价值（港元）** | **180.24** |

资料来源：第一上海预测

# 风险因素

**新车表现不及预期** 受到新能源车补贴取消，行业竞争加剧等因素的影响，新产品发售表现或低于预期。

**纯电产品不及预期** 理想高压纯电产品需要市场验证，切入纯电赛道将面临更大的竞争压力。

**供应链紧张影响交付** 汽车零部件、芯片短缺等因素影响产品交付，原材料价格上涨影响公司利润。


本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

# 主要财务报表

**损益表**

人民币百万,财务年度截至12月31日

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | 27,010 | 45,287 | 109,341 | 173,560 | 206,743 |
| - 主营业务收入成本 | 21,248 | 36,496 | 86,876 | 137,443 | 161,926 |
| **毛利** | 5,761 | 8,790 | 22,466 | 36,116 | 44,817 |
| 营业开支 | 6,779 | 12,445 | 20,009 | 26,902 | 31,011 |
| - 销售及一般行政管理 | 3,492 | 5,665 | 9,075 | 13,017 | 15,506 |
| - 研究与开发 | 3,286 | 6,780 | 10,934 | 13,885 | 15,506 |
| **营业利润** | -1,017 | -3,655 | 2,456 | 9,215 | 13,805 |
| - 利息支出 | 677 | -106 | -130 | -232 | -306 |
| - 营业外亏损净额 | 928 | 1,602 | 1,686 | 2,044 | 2,538 |
| **税前利润** | -153 | -2,159 | 4,013 | 11,027 | 16,038 |
| - 所得税支出 | -169 | 127 | -236 | -649 | -943 |
| **净利润** | -321 | -2,032 | 3,777 | 10,378 | 15,094 |
| | | | | | |
| EBITDA | 438 | -946 | 6,037 | 13,653 | 19,075 |
| EBITDA**增长率（%）** | 231% | 316% | 739% | 126% | 40% |
| **主营业务增速（%）** | 186% | 68% | 141% | 59% | 19% |

**财务分析**

人民币百万,财务年度截至12月31日

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **盈利能力** | | | | | |
| 毛利率（%） | 21% | 19% | 21% | 21% | 22% |
| EBITDA利率（%） | -2% | -5% | 4% | 7% | 8% |
| 净利率（%） | -1% | -4% | 3% | 6% | 7% |
| **营运表现** | | | | | |
| 行政管理与销售费用/收入(%) | 13% | 13% | 8% | 8% | 8% |
| 研究和开发费用/收入(%) | 12% | 15% | 10% | 8% | 8% |
| 实际税率 (%) | 110% | -6% | -6% | -6% | -6% |
| | | | | | |
| **财务状况** | | | | | |
| 总负债/总资产 | 34% | 48% | 56% | 59% | 55% |
| 收入/净资产 | 44% | 52% | 103% | 124% | 117% |
| 经营性现金流/收入 | 31% | 16% | 18% | 16% | 16% |
| 税前盈利对利息倍数 | -0 | -2 | 4 | 8 | 8 |

**资产负债表**

人民币百万,财务年度截至12月31日

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 现金 | 27,854 | 38,478 | 57,529 | 83,869 | 116,082 |
| 应收账款 | 121 | 48 | 150 | 238 | 283 |
| 存货 | 1,618 | 6,805 | 5,474 | 8,661 | 10,204 |
| 其他流动资产 | 22,788 | 21,661 | 21,746 | 21,835 | 21,928 |
| **总流动资产** | 52,380 | 66,992 | 84,899 | 114,602 | 148,496 |
| 固定资产 | 4,498 | 11,188 | 16,092 | 20,466 | 23,429 |
| 无形资产 | 751 | 833 | 833 | 833 | 833 |
| 长期投资 | 156 | 1,484 | 1,484 | 1,484 | 1,484 |
| **总资产** | 61,849 | 86,538 | 105,805 | 139,881 | 176,738 |
| 应付账款 | 9,376 | 20,024 | 28,562 | 45,187 | 53,236 |
| 短期银行贷款 | 37 | 391 | 1,708 | 2,328 | 2,860 |
| 其他短期负债 | 12,071 | 26,982 | 35,519 | 52,144 | 60,193 |
| **总流动负债** | 12,108 | 27,373 | 37,227 | 54,473 | 63,054 |
| 长期银行贷款 | 5,961 | 9,231 | 17,557 | 23,936 | 29,404 |
| 其他负债 | 2,715 | 4,748 | 4,748 | 4,748 | 4,748 |
| **总负债** | 20,785 | 41,352 | 59,532 | 83,157 | 97,206 |
| **总股东权益** | 41,064 | 45,186 | 48,963 | 59,341 | 74,436 |

**现金流量表**

人民币百万,财务年度截至12月31日

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | -321 | -2,032 | 3,777 | 10,378 | 15,094 |
| 折旧和摊销 | 590 | 1,214 | 2,025 | 2,626 | 3,037 |
| 库存 | -612 | -5,920 | -88 | -45 | 283 |
| 其他 | 8,683 | 14,119 | 13,959 | 14,001 | 14,330 |
| 营运活动现金流 | 8,340 | 7,380 | 19,672 | 26,960 | 32,745 |
| | | | | | |
| 购买、处置物业、厂房及设备 | -3,445 | -5,128 | -7,000 | -7,000 | -6,000 |
| 购买长期投资 | 0 | -714 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动 | -813 | 763 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | |
| 借款变化 | 0 | -661 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | 20,154 | 10,767 | 13,379 | 13,379 | 11,468 |
| 融资活动现金流 | 16,710 | 5,639 | 6,379 | 6,379 | 5,468 |
| | | | | | |
| 现金变化 | 20,321 | 9,925 | 19,051 | 26,339 | 32,213 |
| 汇兑损益 | -472 | 1,270 | 0 | 0 | 0 |
| **期初持有现金** | 10,173 | 30,493 | 40,418 | 59,470 | 85,809 |

资料来源：公司资料，第一上海预测



本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

**第一上海证券有限公司**
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。