

研究所：

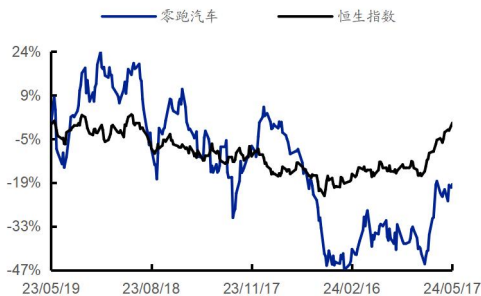
证券分析师：

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

2024Q1 销量业绩环比承压，新品上市静待反弹

——零跑汽车（09863）2024Q1 点评报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/05/17

表现	1M	3M	12M
零跑汽车	33.5%	35.2%	-15.1%
恒生指数	20.3%	19.7%	-0.0%

市场数据

2024/05/17

当前价格（港元）	31.30
52周价格区间（港元）	19.60-48.50
总市值（百万港元）	41,847.04
流通市值（百万港元）	34,943.76
总股本（万股）	133,696.61
流通股本（万股）	111,641.39
日均成交额（百万港元）	142.44
近一月换手（%）	0.44

相关报告

《零跑汽车（09863）2023 年年报点评报告：全年毛利率转正，全球化战略即将开启第二增长（增持）*乘用车*戴畅》——2024-03-27

事件：

零跑汽车 2024 年 5 月 17 日发布 2024 年第一季度业绩公告：2024Q1 实现营收 34.86 亿元，同比增长 141.7%；实现归母净利润-10.13 亿元，相比 2023Q1 的-11.33 亿元亏损收窄。

投资要点：

- 2024Q1 公司营收、毛利率同比大幅提升，环比有所下降。** 1) 2024Q1 公司实现营收 34.86 亿元，同/环比为+141.7%/-33.9%；实现归母净利润-10.13 亿元，同比亏损收窄，环比亏损扩大。公司 2024Q1 毛利率-1.4%，同比改善明显，相比 2023Q4 的 6.73% 下降主要原因系：2024Q1 公司开展促销消化 2023 款老车库存，2024Q1 销量规模下降导致单车边际生产成本提高。2) 费用端，2024Q1 公司的研发/销售/行政费用率分别为 14.92%/12.27%/4.00%，同比分别为-13.67pct/-14.98pct/-8.53pct，环比分别为+3.12pct/+2.17pct/-0.77pct，费率同比改善明显。
- 一季度整体销量承压，随新产品上市预期未来销量回升。** 公司 2024 年第一季度业绩公告显示，公司 2024Q1 总销量 3.34 万辆，同/环比分别为+217.9%/-39.6%。分车型看 C01/C11/T03 销量分别为 0.4/1.3/0.9 万辆，同比分别+209%/+129%/+140%。全新车型 C10 一季度销量 7857 台。一季度销量承压主要在于公司对产品的更新和新品上市安排所致，2024 款 T03、C11、C01 于 3 月 2 日发布，但分别于 3 月底、4 月底、5 月初开始交付，热销新款车型的延后交付影响了一季度的汽车销量，叠加 2024Q1 春节假期因素，整体一季度销量承压。我们预计公司未来随 2024 款 T03、C11、C01 车型逐步交付以及新车型销量进一步放量，公司整体销量有望实现回升。
- 汽车出海加速，首站布局欧洲市场。** 5 月 14 日零跑汽车与欧洲汽车集团 Stellantis 成立零跑国际合资公司，Stellantis 和零跑汽车占股比例为 51:49，由 Stellantis 主导。零跑国际计划今年 9 月在欧洲 9 国（比利时、法国、意大利、德国、希腊、荷兰、罗马尼亚、西班牙、葡萄牙）首先推出 C10 和 T03 两款车型，年内拓展至 200 家销售门店并计划于年底进入以下全球重要地区：中东、非洲的土耳其/以色列、法属海外领地、亚太地区的印度/澳大利亚/新西兰/泰国/马

来西亚、南美的巴西/智利。产品规划方面，预计 2025 年-2027 年，零跑国际将每年至少推出一款全新车型。借助 Stellantis 的海外渠道资源及集团背书，零跑汽车有望快速打开海外市场，助力公司开启新一轮增长曲线，综合提升公司盈利能力。

- **盈利预测和投资评级** 公司 2024Q1 受多重因素影响销量及业绩承压，因此我们下调公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 347.85、569.17、828.11 亿元，同比增速为 108%、64%、45%；实现归母净利润-31.91、0.38、20.03 亿元，同比为减亏、扭亏、5158%；EPS 为-2.39、0.03、1.50 元，对应当前股价的 PS 估值分别为 1.2、0.7、0.5 倍。随公司新产品交付放量在即，我们预计公司未来销量有望稳步恢复，对应业绩也将随销量提升后规模效应有所改善。同时，公司出海业务顺利推进，加快海外整车销售进展，我们依然看好公司未来发展，维持“增持”评级。
- **风险提示** 公司产品销量不及预期；行业价格战下性价比优势难以显现；销量未达预期目标；产品品控评价不如预期；国际市场需求不稳定；汇率波动风险；海外市场业务发展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	16747	34785	56917	82811
增长率(%)	35	108	64	45
归母净利润（百万元）	-4216	-3191	38	2003
增长率(%)	17	24	101	5158
摊薄每股收益（元）	-3.62	-2.39	0.03	1.50
ROE(%)	-34	-34	0	18
P/E	/	/	1098.54	20.89
P/B	3.82	4.49	4.47	3.68
P/S	2.85	1.20	0.74	0.51
EV/EBITDA	/	/	90.69	12.80

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（货币单位为人民币，汇率为 2024.5.18 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

附表：零跑汽车盈利预测表（股价单位港币，其余单位人民币，换算汇率为 2024.5.18 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	09863		股价:	31.30	投资评级:	增持	日期:	2024/05/17	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	-34%	-34%	0%	18%	EPS	-3.62	-2.39	0.03	1.50
毛利率	0%	10%	15%	16%	BVPS	9.35	6.97	7.00	8.51
期间费率	27%	20%	15%	15%	估值				
销售净利率	-25%	-9%	0%	2%	P/E	/	/	1098.54	20.89
成长能力					P/B	3.82	4.49	4.47	3.68
收入增长率	35%	108%	64%	45%	P/S	2.85	1.20	0.74	0.51
利润增长率	17%	24%	101%	5,158%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.70	1.19	1.67	1.91	营业收入	16747	34785	56917	82811
应收账款周转率	12.83	28.14	30.28	36.69	营业成本	16666	31360	48546	69168
存货周转率	9.61	18.12	21.87	21.15	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	1795	2435	3130	4555
资产负债率	56%	69%	75%	77%	管理费用	858	1739	1708	2319
流动比	1.61	1.28	1.21	1.23	财务费用	-157	-164	-121	-182
速动比	1.29	1.00	0.92	0.93	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-4491	-3532	-337	1470
现金及现金等价物	11731	9765	11722	15522	营业外净收支				
应收款项	926	1546	2213	2300	利润总额	-4216	-3191	38	2003
存货净额	1719	1742	2697	3843	所得税费用	0	0	0	0
其他流动资产	8093	10837	15724	21544	净利润	-4216	-3191	38	2003
流动资产合计	22470	23890	32356	43209	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	3868	4052	3646	3282	归属于母公司净利润	-4216	-3191	38	2003
在建工程					现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	735	698	663	630	经营活动现金流	1082	396	4831	7567
长期股权投资	44	58	73	89	净利润	-4216	-3191	38	2003
资产总计	28453	30034	38075	48547	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1581	1581	1381	1181	折旧摊销	569	454	440	398
应付款项	9847	12195	17530	23056	公允价值变动	788	-48	-131	-240
预收账款					营运资金变动	3941	3181	4484	5406
其他流动负债	2526	4939	7798	10931	投资活动现金流	-4860	-2243	-2560	-3465
流动负债合计	13954	18716	26709	35168	资本支出	-1394	-600	0	0
长期借款及应付债券	892	892	892	892	长期投资	-3537	-1820	-2815	-3816
其他长期负债	1110	1110	1110	1110	其他	71	177	255	351
长期负债合计	2002	2002	2002	2002	筹资活动现金流	8552	-129	-323	-311
负债合计	15955	20717	28711	37170	债务融资	558	0	-200	-200
股本	1337	1337	1337	1337	权益融资	7777	0	0	0
股东权益	12498	9317	9364	11377	其它	217	-129	-123	-111
负债和股东权益总计	28453	30034	38075	48547	现金净增加额	4782	-1967	1957	3800

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。