

零跑汽车 (09863.HK)

2024年一季报点评：业绩整体符合预期，出海思路明确

买入（维持）

2024年05月20日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孟璐

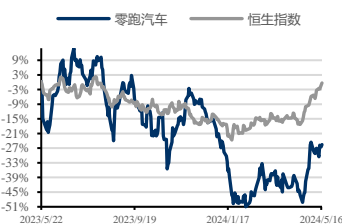
执业证书：S0600122080033
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12385	16836	33024	64197	90164
同比(%)	295.41	35.95	96.15	94.39	40.45
归母净利润(百万元)	(5,108.89)	(4,216.27)	(3,298.44)	882.44	2,955.39
同比(%)	(79.53)	17.47	21.77	126.75	234.91
EPS-最新摊薄(元/股)	(3.82)	(3.15)	(2.47)	0.66	2.21
P/E(现价&最新摊薄)	(6.05)	(7.33)	(9.37)	35.01	10.45

投资要点

- **公司公告**：2024Q1 收入为 34.86 亿元，同环比分别为+141.7%/-33.9%；单季度亏损 10.13 亿元（2023Q1 为-11.33 亿元，2023Q4 为-9.55 亿元）。
- **2024Q1 单季度业绩整体符合预期**。1) **产品结构改善单季度 ASP 环比提升**：24Q1 单季度实现销量 3.3 万辆，同环比分别+217.9%/-39.6%。从销量结构来看 T03 单季度销量占比环比下滑，因此单车 ASP 环比提升 9.4%至 10.4 万元。2) **毛利率表现略低于我们预期**：公司 Q1 单季度毛利率为-1.4%，同环比分别+6.4/-8.1pct。毛利率转负的主要原因为 Q1 春节假期影响销量表现，同时公司 Q1 处理 23 款老款车型折扣加大影响盈利。3) **费用率同比改善明显**：公司 Q1 销售/管理/研发费用率分别为 12.3%/4.0%/14.9%，同比分别 -15.0/-8.5/-13.7pct，环比分别 +2.2/-0.8/+3.1pct。截至 2024 年 3 月 31 日，公司销售网络持续优化，共有 510 家门店，覆盖 182 个城市。4) **最终公司 24Q1 单季度实现净亏损 10.13 亿元，单车亏损 3 万元/辆，同比实现减亏。Q2 展望：量利均有望修复**。24 款车型于 Q2 开始大规模交付，毛利率有望持续提升；C16 或将于 6 月底开始交付，进一步提升公司盈利能力。公司毛利率有望环比改善。
- **明确海外市场市场/渠道/销量预期**。零跑国际将自 9 月起在欧洲 9 个国家开启销售；2024Q4 进一步开拓南美市场（巴西&智利）、亚太（澳大利亚&新西兰&泰国&马来西亚&印度）、中东和非洲市场。**渠道层面**计划在今年年底前共计拓展包括 Stellantis & You 网络在内的 200 家销售网点，并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家。**车型&品牌层面** C10+T03 是首先两款面临全球化的车型，至 27 年预计将有 6 款全新车型陆续上市。我们认为零跑优势产品+Stellantis 集团海外成熟渠道/优良零部件/产能体系，可以有效避免关税等贸易不确定性。
- **长期展望：国内深耕主流市场+海外轻资产运营加速开拓+外供零部件开拓新业务**。1) 在中国市场利用全局自研成本优势，坚持极致性价比路线，深耕 10-25 万元主流市场。2) 在海外市场以轻资产模式与 Stellantis 集团开展合作，通过借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛的渠道网络、售后服务体系等商业资源，加速并扩张海外出口。3) 实现三电核心零部件外供，进入其他主机厂供应链体系，拓展新的业务增长点。
- **盈利预测与投资评级**：公司明确出口业务市场拓展规划及渠道规划，我们上调公司 2024 年-2026 年归母净利润预期至-33.0/8.8/30.0 亿元（原为-34.1/7.5/24.9 亿元）。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，维持“买入”评级。
- **风险提示**：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	31.30
一年最低/最高价	19.60/48.50
市净率(倍)	3.35
港股流通市值(百万港元)	34,943.76

基础数据

每股净资产(元)	9.35
资产负债率(%)	56.07
总股本(百万股)	1,336.97
流通股本(百万股)	1,116.41

相关研究

《零跑汽车(09863.HK): 2023 年年报点评：毛利率表现超预期，展望后续国内外需求有望共振》

2024-03-27

《零跑汽车(09863.HK): 多重实力构筑极致性价比，借力巨头出海进程加速》

2023-12-25

零跑汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,469.74	25,799.74	40,502.88	56,487.77	营业总收入	16,836.38	33,024.00	64,196.80	90,164.28
现金及现金等价物	11,731.39	6,895.39	8,275.56	13,090.85	营业成本	16,666.22	31,207.68	57,777.12	80,246.21
应收账款及票据	926.34	4,493.68	8,735.47	12,268.95	销售费用	1,795.20	2,212.61	2,760.46	3,877.06
存货	1,719.47	3,817.70	7,068.00	9,816.69	管理费用	857.51	1,056.77	1,155.54	1,803.29
其他流动资产	8,092.54	10,592.96	16,423.85	21,311.28	研发费用	1,919.79	2,410.75	2,246.89	2,704.93
非流动资产	5,983.68	7,785.17	9,159.04	10,516.72	经营利润	(4,402.34)	(3,863.81)	256.79	1,532.79
固定资产	3,868.42	4,987.74	5,781.79	6,563.76	利息收入	229.36	269.82	151.70	325.06
商誉及无形资产	1,182.06	1,539.78	1,795.13	2,046.37	利息支出	72.22	110.81	132.75	117.69
长期投资	44.26	55.97	67.67	79.38	其他收益	29.00	406.35	606.71	1,215.23
其他长期投资	793.70	1,114.83	1,435.95	1,757.08	利润总额	(4,216.20)	(3,298.44)	882.44	2,955.39
其他非流动资产	95.24	86.87	78.50	70.13	所得税	0.08	0.00	0.00	0.00
资产总计	28,453.42	33,584.91	49,661.92	67,004.49	净利润	(4,216.27)	(3,298.44)	882.44	2,955.39
流动负债	13,953.70	22,134.88	37,080.69	51,219.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1,581.16	2,259.52	2,937.89	3,616.26	归属母公司净利润	(4,216.27)	(3,298.44)	882.44	2,955.39
应付账款及票据	9,846.87	13,870.08	22,468.88	31,206.86	EBIT	(4,373.34)	(3,457.45)	863.49	2,748.02
其他	2,525.67	6,005.28	11,673.92	16,396.00	EBITDA	(4,373.34)	(3,120.23)	1,265.50	3,166.21
非流动负债	2,001.52	2,240.77	2,480.03	2,719.28					
长期借款	891.81	1,131.07	1,370.32	1,609.58					
其他	1,109.71	1,109.71	1,109.71	1,109.71					
负债合计	15,955.22	24,375.65	39,560.72	53,938.40					
股本	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(3.15)	(2.47)	0.66	2.21
归属母公司股东权益	12,498.20	9,209.25	10,101.20	13,066.09	每股净资产(元)	9.35	6.89	7.56	9.77
负债和股东权益	28,453.42	33,584.91	49,661.92	67,004.49	发行在外股份(百万股)	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97
					ROIC(%)	(34.96)	(25.08)	6.39	16.81
					ROE(%)	(33.74)	(35.82)	8.74	22.62
					毛利率(%)	0.48	5.50	10.00	11.00
					销售净利率(%)	(25.18)	(9.99)	1.37	3.28
					资产负债率(%)	56.07	72.58	79.66	80.50
					收入增长率(%)	35.95	96.15	94.39	40.45
					净利润增长率(%)	17.47	21.77	126.75	234.91
					P/E	(7.33)	(9.37)	35.01	10.45
					P/B	2.47	3.35	3.06	2.36
					EV/EBITDA	(7.89)	(8.78)	21.28	7.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年5月19日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>