



## 买入(首次)

所属行业: 非必需性消费/汽车  
当前价格(港币): 29.45

### 证券分析师

#### 邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

#### 赵悦媛

资格编号: S0120523100002

邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

#### 赵启政

资格编号: S0120523120002

邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

#### 肖碧海

资格编号: S0120523090004

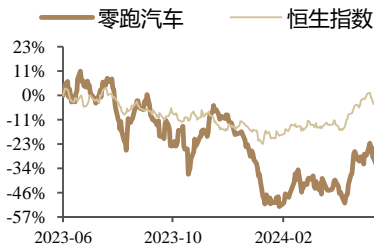
邮箱: xiaobh@tebon.com.cn

### 研究助理

#### 秦梓月

邮箱: qinzy@tebon.com.cn

### 市场表现



#### 恒生指数对比

	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.36	5.87	2.85
相对涨幅(%)	-2.12	-2.45	-3.18

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

### 股票数据

总股本(百万股):	1,336.97
流通港股(百万股):	1,116.41
52周内股价区间(港元):	20.550-47.950
总市值(百万港元):	36,164.93
总资产(百万港元):	31,397.91
每股净资产(港元):	10.32

资料来源: 公司公告

# 零跑汽车(09863.HK): 全域自研构筑高性价比, 加速出海有望持续贡献增量

### 投资要点

- 纯电+增程助推业务高速发展, 盈利能力持续改善。**零跑汽车聚焦主流新能源汽车市场, 成立于2015年, 2022年港交所上市, 2023年推出“纯电+增程双动力”布局, 当前在售4款车型, 覆盖5-20万价位。2023年公司汽车销量14.4万辆, 据乘联会2023年数据, 公司在国内新能源乘用车中市占率为1.6%。得益于公司成本控制能力和运营效率提升, 2023年公司营业收入为167.5亿元, 同比增长35.2%, 毛利率首次转正为0.5%, 经营性现金流首次转正。
- 全域自研构筑产品高性价比, C10、C16 放量可期。**公司已实现智能电动汽车核心系统和电子部件的自研自产, 打造动力、智驾和智能座舱三大系统, 自研自造部分成本约占整车BOM的60%, 整车架构通用化率达到88%, 同时2024Q1公司毛利率为-1.4%, 同比+6.5pct。2024年1月发布LEAP3.0技术架构, 其中“四叶草”电子电气架构将线束长度由域控式1850米减至中央集成式1500米, 控制器数量由42个减至28个, 进一步赋能车型性价比提升。2024年3月C10上市, 首月销售近5000辆; 4月C16于北京车展开启预售, 预计满配售价20万元以内, 24小时内订单数突破11950台, 预计6月上市并开启交付。公司规划未来3年平均每年推出2-3款新车型, 具备纯电、增程双动力形式, 产品矩阵拓宽下销量有望实现较快增长。
- 借力Stellantis加速出海进程, 海外销量有望迎来较快增长。**2023年Stellantis以15亿欧元获取公司21.26%的股权, 成为仅次于单一最大股东集团的第二大股东, 2024年5月和零跑汽车成立零跑国际合资公司, 分别持股51%和49%。零跑国际将自2024年9月起首先在欧洲开启销售计划, 2024年年底前将其在欧洲的销售网点扩展至200家; 自2024年第四季度起将进军印度和亚太、中东和非洲及南美。C10和T03将在欧洲市场率先推出, 未来3年零跑国际每年至少推出1款新车型, 海外销量有望迎来较快增长。
- 盈利预测与投资建议:**公司基于全域自研构建高性价比产品, C10/C16有望贡献新车增量, 与Stellantis合作加速海外扩展, 凭借其全球布局有望给公司带来持续增量。我们预计2024-2026年公司营收分别为313.5、543.5、775.0亿元, 对应的归母净利润分别为-35.5、-4.8、16.7亿元。基于2024年6月14日收盘价, 对应PS分别为1.14、0.66、0.46倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**市场竞争加剧风险、汽车销量不及预期、海外业务拓展不及预期、新车型研发不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025	2026
营业收入(百万元)	12385	16747	31345	54349	77504
(+/-)YOY(%)	295.41%	35.22%	87.17%	73.39%	42.60%
净利润(百万元)	-5109	-4216	-3552	-484	1672
(+/-)YOY(%)	-79.53%	17.47%	15.76%	86.38%	445.72%
全面摊薄EPS(元)	-3.82	-3.15	-2.66	-0.36	1.25
毛利率(%)	-15.43%	0.48%	8.00%	13.00%	14.00%
净资产收益率(%)	-61.86%	-33.74%	-39.66%	-5.70%	16.45%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 纯电+增程并行，产品结构不断拓宽.....	5
1.1. 专注新能源汽车市场，纯电动+增程双向发力.....	5
1.2. 车型结构逐步完善，C系列增量贡献可观.....	5
1.3. 股权结构稳定，高管团队行业经验丰富.....	7
1.4. 收入持续增长，盈利能力持续改善.....	8
1.5. 双工厂积极扩产，营销网络持续拓展.....	9
2. 全域自研构筑较高性价比.....	10
2.1. 核心部件全域自研，盈利能力提升显著.....	10
2.2. 核心技术实力强劲，优质成果涌现.....	11
2.2.1. LEAP 3.0 技术架构.....	11
2.2.2. “四叶草”中央集成式电子电气架构.....	11
2.2.3. CTC 电池底盘一体化.....	12
2.2.4. 智能油冷电驱.....	13
2.2.5. 智能数字座舱&智能驾驶.....	14
2.3. 车型竞争力较强，性价比优势明显.....	15
2.3.1. T03：空间与智能化上具备一定优势.....	15
2.3.2. C01：具备价格、空间优势的中大型轿车.....	16
2.3.3. C11&C10：性价比优势明显，智能化配置较为领先.....	18
2.3.4. C16：全球首创全场景多用途大 6 座 SUV——MPSUV.....	21
3. 携手 Stellantis，出海业绩增量可期.....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	24
4.1. 盈利预测.....	24
4.2. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1: 零跑汽车发展历程	5
图 2: 已推出车型与未来车型规划	6
图 3: 公司新能源汽车单月销量 (辆)	6
图 4: 公司股权结构 (金华产业基金与武义县金投认购完成后的数据)	7
图 5: 公司营业收入及其增速	8
图 6: 公司分季度营业收入与毛利率	8
图 7: 公司三费率情况	9
图 8: 公司研发费用情况	9
图 9: 公司直营店和渠道合作伙伴门店数量 (个)	9
图 10: 公司全套技术板块	10
图 11: 新势力车企毛利率对比情况	10
图 12: 新势力车企归母净利率对比情况	10
图 13: 公司全域自研六大核心技术模块	11
图 14: 公司全域自研达到 88% 的零部件通用化率	11
图 15: “四叶草”架构是业界首个整车无感式 OTA 升级平台	12
图 16: 公司电池产品发展历程	12
图 17: CTC 2.0 相较于 CTP 与 CTC 1.0 的优势	13
图 18: 公司智能油冷电驱优势	14
图 19: 公司智能座舱发展历程	14
图 20: 公司智能驾驶具备支撑 L3 级智驾的硬件冗余能力	15
图 21: 零跑 T03 与竞品车型月销量对比 (辆)	16
图 22: C01 EV 与竞品车型月销量对比 (辆)	18
图 23: C01 EV 竞品车型月销量对比 (辆)	18
图 24: C01 增程与竞品车型月销量对比 (辆)	18
图 25: C11&C10 EV 与竞品车型月销量对比 (辆)	19
图 26: C11&C10 增程与竞品车型月销量对比 (辆)	21
图 27: 零跑 C16	21
图 28: C16 具有 67.2% 的空间利用率	21
图 29: Stellantis 旗下有 14 个汽车品牌和 2 个移动出行服务单元	22
图 30: Stellantis 电动汽车规划	23
图 31: 双方合作对 Stellantis 集团的意义	23
图 32: 中国市场+海外市场+TIER1 商业模式	23

图 33: 零跑国际产品规划 .....	23
图 34: 合资公司预计销量 (万辆) .....	24
图 35: 合资公司预计交易总额上限 (亿元) .....	24
表 1: 公司在售车型基本参数 .....	5
表 2: 公司高管团队 .....	7
表 3: 公司工厂产能情况 .....	9
表 4: 公司电驱技术进化历程 .....	13
表 5: T03 与竞品车型参数对比 .....	15
表 6: C01 EV 与竞品车型参数对比 .....	16
表 7: C01 增程与竞品车型参数对比 .....	17
表 8: C11&C10 EV 与竞品车型参数对比 .....	19
表 9: C11&C10 增程与竞品车型基本参数对比 .....	20
表 10: 公司营收拆分及预测 .....	24
表 11: 可比公司估值 (人民币) .....	25

## 1. 纯电+增程并行，产品结构不断拓宽

### 1.1. 专注新能源汽车市场，纯电动+增程双向发力

零跑汽车掌握新能源汽车核心技术全域自研能力。零跑汽车研发、制造和销售新能源汽车，具备三电核心零部件研发制造能力，同时提供基于云计算的车联网解决方案。公司于2015年成立，2022年港交所上市，2023年，公司启动“纯电动+增程双动力”布局，同年发布业内首创中央集成式电子电器架构“四叶草”。

2024年4月，C16在北京车展亮相开启预售，预计6月交付上市；5月与Stellantis正式成立“零跑国际”加快推进全球化，计划于2024年开启在欧洲、中东和非洲、南美、印度以及亚太四大区域的销售。

图1：零跑汽车发展历程

2015.12	2017	2019.7	2020.5	2021.10	2021.12	2022.5	2022.9
前身浙江零跑科技有限公司正式成立	开始建设金华工厂	开始交付智能电动轿跑S01	开始交付四门智能纯电动微型车T03	开始交付中型智能纯电动SUV C11	完成收购相关地块以建设杭州工厂	推出中大型智能电动轿车C01	港交所上市交付大中型智能轿车C01
2024.5	2024.4	2024.3	2023.10	2023.7	2023.3	2023.2	2023.2
与Stellantis集团正式以51:49的股比成立零跑国际合资公司	C16北京车展亮相并开启预售，预计6月上市交付	C10与2024款全新C11、C01、T03上市	Stellantis与公司订立认购协议，将投资15亿欧元获得零跑汽车21.26%的股权，以及董事会的2个席位	发布业内首创中央集成式电子电气架构“四叶草”	发布C11增程和2023款C01、C11EV、T03全系改款车型	正式开启纯电+增程双动力产品布局	

资料来源：公司官网，公司招股书，公司年报/季报，公司公告，企查查，零跑汽车公众号，德邦研究所

公司当前在售4种车型，主要覆盖5-20万价位。公司C系列包含纯电和增程两种动力类型。目前量产纯电车型为智能小车T03、智能超享SUV C11、智能豪华轿车C01及首款全球化战略车型C10，超级增程车型为C11、C01、C10。

表1：公司在售车型基本参数

	C10 (中型 SUV)		C01(中大型车)		C11 (中型 SUV)		T03 (微型车)
车型							
首发上市时间	2024.3		2022.9		2020.12		2020.5
厂商指导价(万元)	12.88-16.88	13.58-16.58	13.98-20.88	13.68-18.92	15.18-20.98	14.88-18.93	4.99-8.99
动力类型	纯电	增程	纯电	增程	纯电	增程	纯电
长 (mm)	4739		5050		4750	4780	3620
宽 (mm)	1900		1902			1905	1652
高 (mm)	1680		1509	1515		1675	1577/1592/1605
轴距 (mm)	2825		2930		2930		2400
CLTC 纯电续航里程 (km)	410/530	210	525-717	216/316	502-650	180-300	200/310/403
百公里加速 (s)	7.29	7.68	7.7/7.5/7.2/4.3	8.2/7.8/7.6	7.9/4.5/3.94	9/8.5/8.3/7.8	6.0/5.0/4.1 (50km 加速)
电动机总功率 (kW)	170	170	200/400	200	200/400	200	40/55/80
电动机扭矩 (N·m)	320	320	360/720	360	360/720	360	96/114/158

资料来源：汽车之家，德邦研究所

### 1.2. 车型结构逐步完善，C系列增量贡献可观

2024年3月，零跑C10上市，采用纯电+增程的方式，后续率先在欧洲上市；

零跑 C16 于 2024 年 4 月 25 日在北京车展亮相, 6 月开启上市交付。公司将在未来 3 年向中国国内每年推出 2-3 款新车型, 向海外市场每年至少推出 1 款新车型, 均采用纯电、增程双动力形式。

图 2: 已推出车型与未来车型规划

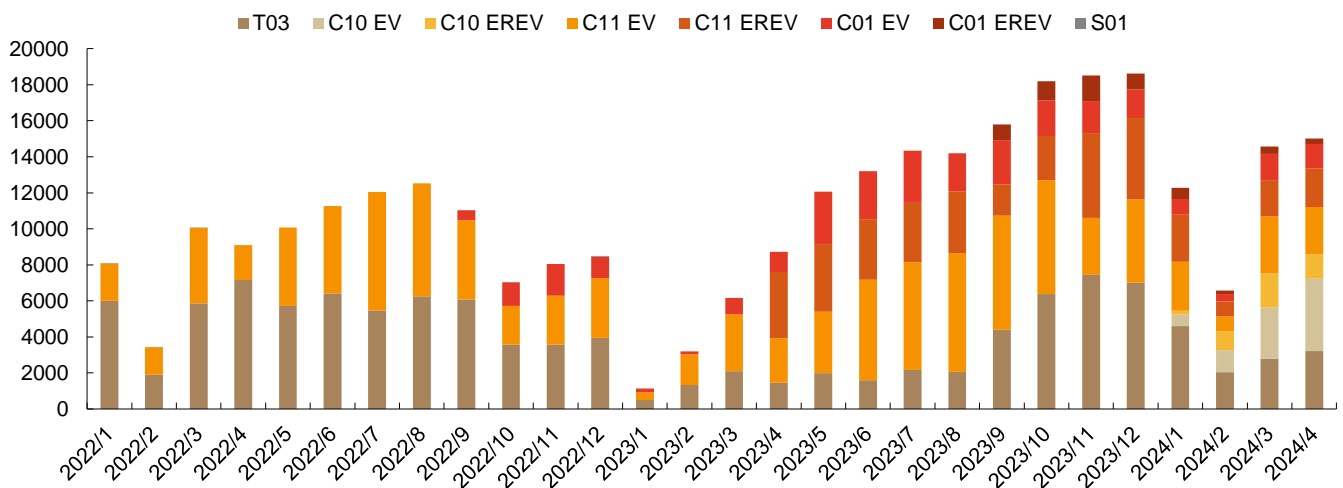


资料来源: 公司招股书, 零跑汽车公众号, 搜狐汽车, 懂车帝, 汽车之家, 德邦研究所

车型由 T→C 系转变, C 系纯电+增程齐发力。据 Marklines 统计, 2022/2023 年公司汽车销量为 11.12/14.42 万辆。2022 年 1 月-2024 年 4 月, 公司 T 系列车型销量占比由 74.3% 降到 21.4%, C 系列由 25.6% 升至 78.6%, C 系列接力 T 系列成为销量贡献主力, 产品结构持续改善。

2024 年 3 月公司汽车销量为 1.46 万辆, 同比增长超 136%, 一季度累计交付量为 3.34 万辆; 4 月交付量为 1.50 万辆, 同比增长 72%, SUV 双子星 C11、C10 合计交付破万。

图 3: 公司新能源汽车单月销量 (辆)



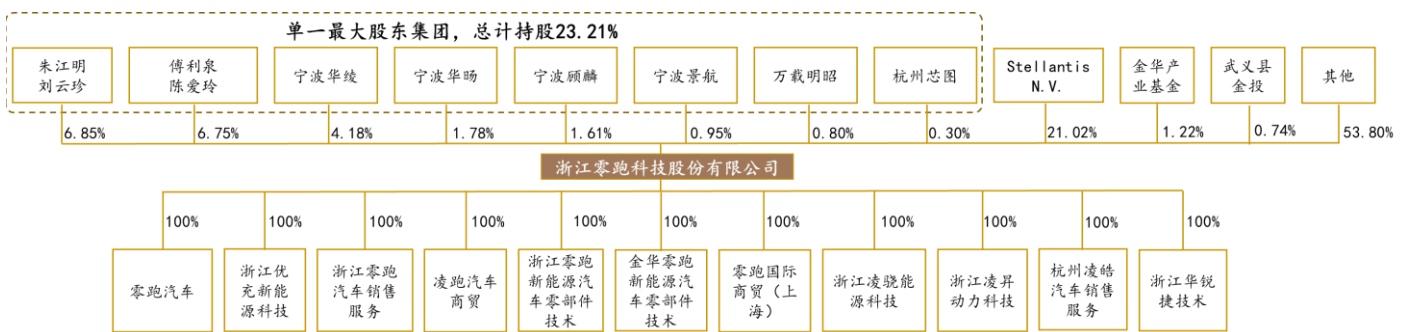
资料来源: Marklines, 德邦研究所

### 1.3. 股权结构稳定，高管团队行业经验丰富

朱江明和刘云珍、傅利泉和陈爱玲为一致行动人。2023年10月26日Stellantis以约15亿欧元获取公司21.26%的股权及2个董事会席位，21.26%的股权包括认购增发的1.94亿新股和大华技术所持全部7.88%的零跑股份，其中的大华技术所持股份为4500万H股和4500万内资股。此次交易完成后，零跑的单一最大股东集团总计持股23.47%，Stellantis成为零跑汽车第二大股东，持股21.26%，大华技术不再持有公司股份。

2024年1月19日，零跑汽车与浙江省金华市产业基金订立H股认购协议，与武义县金投订立内资股认购协议，认购事项所得款总额为6.59亿港元。此次认购事项完成后，零跑汽车第一大股东集团持股比例降至23.21%，Stellantis持股比例降至21.02%。

图4：公司股权结构（金华产业基金与武义县金投认购完成后的数据）



资料来源：Wind，企查查，公司公告，德邦研究所

高管团队背景多元化，行业经验丰富。公司联合创始人朱江明与傅利泉为大华技术的联合创始人，在电子及人工智能技术方面有近30年的产品研发和成功创业经验。公司高级管理团队具备多元化的背景，涵盖了硬科技、汽车、信息技术和金融行业等领域，丰富行业经验和商业洞察力为公司注入了强大的动力，实现了智能电动汽车核心系统和电子部件的自主研发设计与生产制造。

表2：公司高管团队

姓名	职务	职责	工作经历
朱江明	创始人、董事长、执行董事兼首席执行官	负责集团的整体业务战略和运营	在电子及人工智能技术领域拥有近30年经验。1993年联合创建大华技术，主要负责产品研发、生产及供应链的管理工作。2008年至2010年，加入并任职于摩托罗拉杭州公司。2010年-2021年12月，回归大华技术继续担任董事。曾带领团队发明HDCVI视频传输专利技术，2014年成为国际标准。
曹力	执行董事兼高级副总裁	负责集团整车相关的研发及电池相关的研发及制造	在产品设计领域拥有超过10年经验。2009年-2011年在千方工业产品设计(上海)担任设计经理。2011年-2013年担任留白工贸(上海)设计总监。2013年-2016年在大华技术担任高级工业工程师。曾获北莱茵威斯特伐伦邦设计中心颁发红点产品设计大奖、汉诺威工业设计论坛颁发iF产品设计大奖。
徐军	高级副总裁兼首席运营官	负责集团的销售与服务	拥有丰富的市场营销经验。2003年2月-2010年12月在诺基亚(中国)担任区域经理、西区副总经理及大客户高级经理。2010年1月-2012年5月在摩托罗拉(中国)中国区担任全国渠道总监；2012年6月-2020年1月在华为技术先后担任消费者业务大中国区公开渠道部长及销售副总裁、消费者业务亚太渠道部长；2020年9月-2022年7月在上海乔诺企业管理咨询担任首席营销专家。
周洪涛	高级副总裁	负责集团的自动驾驶以及汽车电子研发及制造	在软件及汽车电子行业拥有近20年相关经验。2001年-2016年任职于大华技术，负责软件相关工作，主导完成过多个大型项目。
张韦力	高级副总裁兼首席营销官	负责集团的市场与用户运营	拥有丰富的品牌营销经验，2007年8月-2012年6月在三星鹏泰(中国)担任数码产品营销负责人；2012年6月-2014年3月在实力传播集团担任高级客户总监；2014年-2021年在华为终端先后担任大中华地区地区部首席营销官和拉美地区部首席营销官。
敬华	高级副总裁兼董事会秘书	负责董事会办公室及本集团的运营和流程管理、IT管理、法务及行政管理	在信息技术行业拥有近30年经验。1997年-2003年在杭州阿尔卡特通讯系统任职，期间曾担任其附属公司杭州天信信息技术总经理。2003年-2005年担任杭州天信数码科技总经理。2006年-2015年期间分别在华夏互联控股、华数传媒网络、浙江华数广电网络股份任职。
舒春成	副总裁	负责集团的供应链管理	在汽车供应链管理领域拥有近20年相关经验。2005年-2016年期间担任奇瑞汽车股份的高级采购经理。

巫存 副总裁

负责集团的电驱动研发及制造

在工程及汽车电子行业拥有近20年相关经验。2003年-2010年担任苏州三星电子压缩机电机开发科长。在此之前，曾任职于江阴市法尔胜集团。2011年-2014年担任艾默生环境优化技术(苏州)高级工程师。2014年-2015年担任博世汽车部件(苏州)主任工程师。

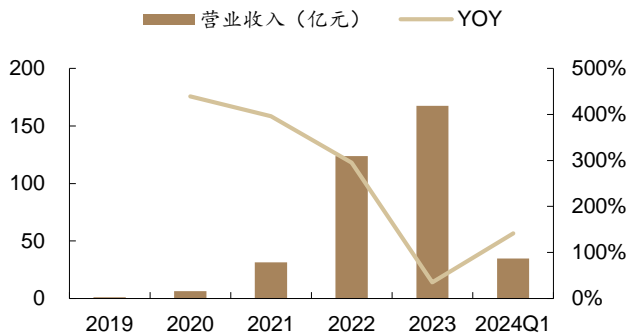
资料来源: Wind, 公司官网, 公司招股书, 德邦研究所

#### 1.4. 收入持续增长，盈利能力持续改善

**收入持续增长。**受益于公司对未来汽车进化方向的持续探索，以“全域自研+垂直整合”为战略指导，追求智能化及电气化技术创新，公司收入持续增长，2019-2023年营业收入CAGR达到245.9%，2023年营业收入达167.5亿元，同比+35.2%，其中23Q4营业收入为52.8亿元。2024Q1营业收入达34.9亿元，同比+141.7%，环比-33.9%。2024Q1营业收入同比增长主要原因系产品逐步得到市场认可，以及更丰富的产品矩阵带来的销量提升；环比下降主要原因系公司在第一季度对全系车型进行焕新升级，对原有车型的生产销售进行了调整，同时叠加了春节假期带来的季节性影响。

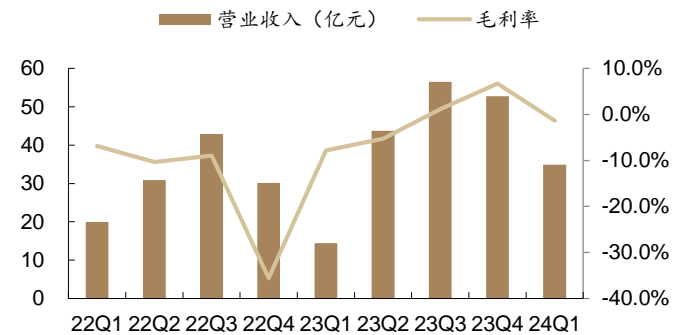
**2023年毛利率实现转正。**受益于产品结构改善和技术降本能力，2023年公司毛利率为0.5%，首次实现转正，其中23Q4为6.7%。2024Q1公司毛利率为-1.4%，同比+6.5pct，环比-8.1pct。2024Q1毛利率同比改善主要原因系销售上升带来了规模效应及持续降本工作影响；环比减少主要原因系公司在第一季度对2023款全系车型进行促销，以及销量下降导致的单车制造成本上升影响。未来毛利率随着成本控制及运营效率的提升有望改善。

图 5：公司营业收入及其增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

图 6：公司分季度营业收入与毛利率



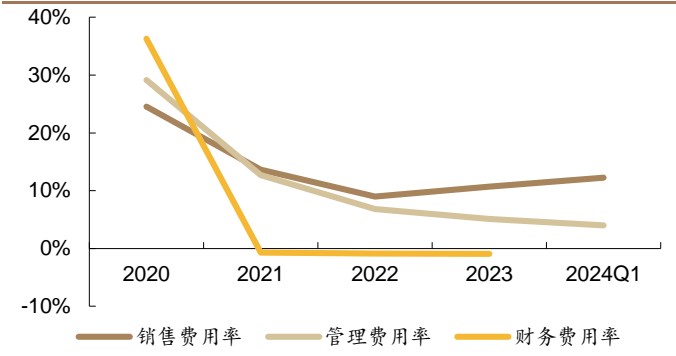
资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

**费用管控能力强，三费率呈下降趋势。**2020-2023年公司销售/管理（不含研发，下同）/财务费用率由24.5%/29.1%/36.3%降至10.7%/5.1%/-0.9%。2024Q1公司销售/管理费用率为12.3%/4.0%。

**全域自研形成成本优势，研发效率高。**公司“全域自研”的研发路径带来技术和成本的双重优势，整车BOM成本中约60%的三电系统都实现了自主研发和自主制造。2018-2023年公司研发总投入约人民币47亿元，实现了三电核心零部件及多款整车的自研、自制及量产，研发效率较高。

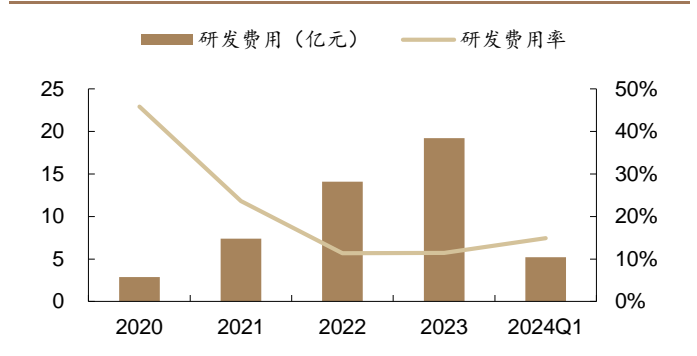


图 7: 公司三费率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 1.5. 双工厂积极扩产, 营销网络持续拓展

公司已规划金华、杭州两座工厂。金华是公司重要的战略基地, 2024 年 2 月 28 日零跑武义新能源研发科创中心一期开工, 拟新建研发实验室、科创中心及其配套设施等; 浙江钱塘工厂处于建设中, 预计 2025 年投产。截至 2024 年 5 月, 公司具备年产 42 万辆整车和核心三电零部件配套生产能力, 其中电池系统生产车间年产能 50 万套, 电驱系统生产车间年产能 60 万套, 核心电子零部件生产车间年产能 50 万套。

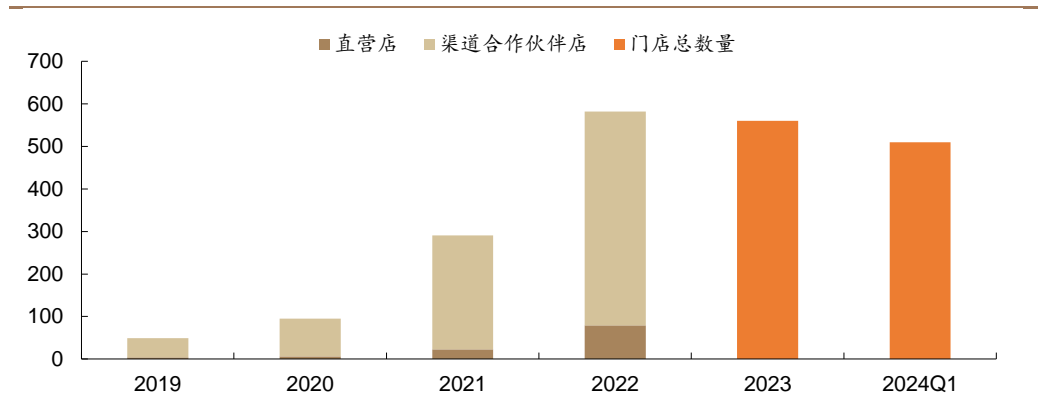
表 3: 公司工厂产能情况

工厂	杭州长江 (曾用)	金华工厂	杭州钱塘工厂
状态	外包	自建	自建
产能	-	一车间: 整车 24 万台/年 二车间: 整车 18 万台/年	-
生产产品	S01/T03	整车、电池系统、电驱系统 及其他核心电子部件	-
投产时间/停产时间	2021 年停产 T03	2021 年投产	预计 2025 年投产

资料来源: 公司招股书, 公司公告, 零跑汽车公众号, 德邦研究所

“1+N”创新模式, 持续拓展优化营销网络。公司在构筑营销网络时采用“1+N”的创新模式, “1+N”指 1 个具有 4S 服务功能的区域中心店可以支持本区域内若干个(‘N’)展示店的渠道模式。截至 2024Q1, 公司拥有 510 家门店, 覆盖 182 个城市。

图 9: 公司直营店和渠道合作伙伴门店数量 (个)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 公司公告, 德邦研究所

## 2. 全域自研构筑较高性价比

### 2.1. 核心部件全域自研，盈利能力提升显著

公司采用“全域自研”研发路线，已实现智能电动汽车核心系统和电子部件的自研自产，打造了智能动力系统(Leapmotor Power)、智能驾驶系统(Leapmotor Pilot)及智能座舱系统(Leapmotor OS)。

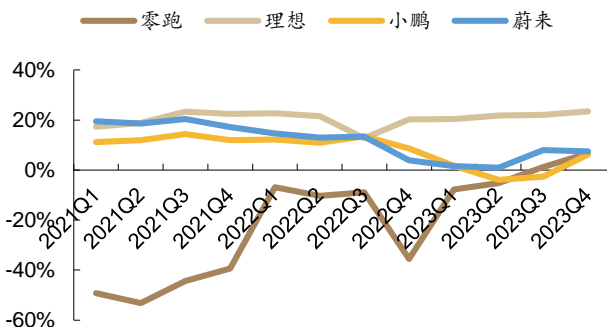
图 10：公司全套技术板块



资料来源：公司招股书，德邦研究所

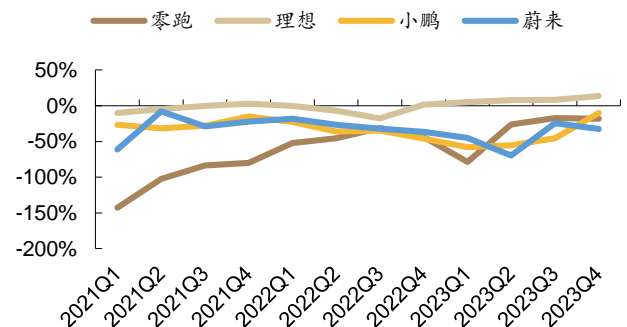
自研自产铸就成本优势，盈利能力显著提升。公司整车核心电子部件都是自研自产，自研自造部分成本约占整车 BOM 的 60%，形成了优秀的产品力和成本优势。2021Q1-2023Q4，公司毛利率由-49.3%提升至 6.7%，归母净利率由-142.8%提升至-18.1%。

图 11：新势力车企毛利率对比情况



资料来源：iFinD，各公司公告，德邦研究所

图 12：新势力车企归母净利率对比情况



资料来源：iFinD，各公司公告，德邦研究所

## 2.2. 核心技术实力强劲，优质成果涌现

### 2.2.1. LEAP 3.0 技术架构

八年技术积累，实现 LEAP 1.0 到 LEAP 3.0 技术架构的升级。LEAP 3.0 于 2024 年 1 月正式发布，包括中央集成式电子电气架构、搭载 8295 芯片的舱驾行泊融合技术、无感式 OTA 升级技术、CTC 电池和油冷电驱等多项技术。

整车架构通用化率达到行业最高的 88%。公司整车架构可覆盖 A0-C 级车型产品，车长覆盖 3600mm-5200mm，轴距覆盖 2400mm-3100mm；每个平台均兼具 SUV、轿车、MPV 等车型的拓展开发，兼容纯电及增程产品开发。

图 13：公司全域自研六大核心技术模块



资料来源：零跑汽车公众号，德邦研究所

图 14：公司全域自研达到 88% 的零部件通用化率



资料来源：零跑汽车公众号，德邦研究所

### 2.2.2. “四叶草”中央集成式电子电气架构

2023 年 7 月，公司发布“四叶草”中央集成式电子电气架构，采用 1 颗 SOC 芯片和 1 颗 MCU 芯片构建中央超算系统，融合了座舱域、智驾域、动力域和车身域，具有高算力、快速通讯和低时延的特点，实现了智能电动车核心部件的高效协同，同时“四叶草”架构平台通用化率>90%。

公司自研的三代电子电气架构分别为：分布式、域控式和中央集成式。分布式：首创应用指静脉进入、超级五合一动力架构、全面革新低压电管理；域控式：创新设计自研智驾芯片、百兆以太网+4G+WiFi5、支持多模式进入启动；中央集成式：开启软件定义汽车时代、首发舱驾一体化方案、千兆以太网+5G+WiFi6。

“四叶草”架构的高度集成使公司汽车的车身线束长度由域控式 1850 米减至中央集成式 1500 米，控制器数量由 42 个减至 28 个，在提升性能的同时，降低物料成本。

图 15: “四叶草”架构是业界首个整车无感式 OTA 升级平台



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

### 2.2.3. CTC 电池底盘一体化

2022年4月, 公司发布行业首个无电池包 CTC 电池底盘一体化技术。2023年公司发布 CTC 2.0 技术。

**CTC 2.0** 采用无电池包、无模组技术, 性能更强。整车与电池结构互补, 扭转刚性高达  $42500\text{N} \cdot \text{m}/\text{deg}$ , 整车操控性和舒适性提高; 一体化集成使电池体积利用率达到 79%, 节省整车空间, 同时使用钢箱体, 轻于传统铝制箱体 2kg; 独创零压技术, 提升电池 10% 里程寿命; 具备 250A 充电能力, 覆盖市面上 90% 的充电桩, 还可拓展至 800V, 充电 5 分钟可续航 200km。

图 16: 公司电池产品发展历程



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

图 17: CTC 2.0 相较于 CTP 与 CTC 1.0 的优势

	CTP (Cell to Pack) 电芯成包, 外挂在下	CTC 1.0 (Cell to Chassis) 电芯集成于底盘, 无上盖	CTC 2.0 (Cell to Chassis) 电芯集成于底盘, 无上盖无模组
体积利用率	65%	75%	79%
零部件数量	1X	20%	28%
结构件成本	1X	15%	27%
整车扭转刚度	1X	25%	48%
系统轻量化	1X	10%	15%
系统安全性	/	不起火, 不爆炸 60min无热扩散	不起火, 不爆炸 720min无热扩散


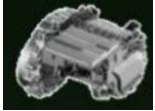
资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

### 2.2.4. 智能油冷电驱

公司自研电驱核心部件已实现三代技术进化, 团队具有多合一&三合一、水冷&油冷、增程系统的开发量产经验, 截至 2024 年 1 月, 公司电驱专利数达 383 项。

智能油冷电驱平台兼容中高压, 具有小型且高能的特点。LEAP 3.0 下智能油冷电驱平台使用电机 360° 环绕式油冷冷却技术, 整体温度梯度缩小 20%; 持续为整车提供超过 80kW 的最大功率, 且持续 30min 最大功率输出不衰减, 抗热衰减性能较水冷电驱提升 10 倍。

表 4: 公司电驱技术进化历程

时间	技术	技术特点		
2019 年	第一代: 业界首款八合一水冷电驱	 LS230AM1	 LS180AM1	 LS230BM1
2022 年	第二代: 国内首款中压油冷电驱	 LS250AM1	 LS290AM1	
2023 年	第三代: 业界首款中/高压油冷圆/扁线兼容	 LS220AM1	 LS180CM1	
2024 年~	第四代: 智能电驱新型一体化底盘集成电驱、轴向磁通电机、行星减速器、材料循环回收、矢量控制架构			

资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

图 18: 公司智能油冷电驱优势



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

### 2.2.5. 智能数字座舱&智能驾驶

行业首批 **8295 智能数字座舱**。基于高通骁龙 8295 芯片打造高性能方案, AI 算力达到 30TOPs, 相比 8155 CPU 提升 2 倍, GPU 提升 3 倍, 3D 渲染能力更强, 同时内存、存储空间为 16G+128G 顶级配置组合。

2024 年 3 月, 公司与华为举办鸿蒙合作签约仪式, 将基于 HarmonyOS NEXT 鸿蒙星河版启动零跑汽车 APP 的鸿蒙原生应用开发, 同时双方将在鸿蒙生态、技术互补、商业共赢等方面深入合作。

图 19: 公司智能座舱发展历程

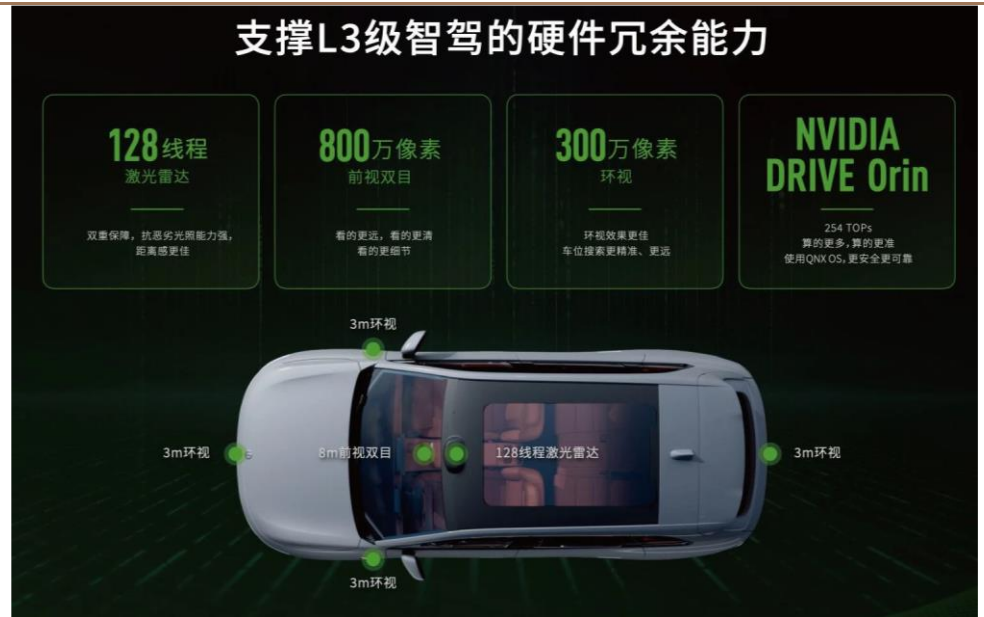


资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

公司开创了无需开城的 **NAC 城市全场景通行技术**。公司智能驾驶 3.0 支撑 L3 级智驾的硬件冗余能力, 具备多模态 BEV 感知模型、NAC (全时 ACC) 导航辅助巡航、NAP 高速智能领航等技术。

2024年3月,公司与禾赛科技在杭州正式签署战略合作协议,双方合作将加速公司智驾产品的升级迭代,打造更丰富、更安全、更易用的高阶智驾功能。

图 20: 公司智能驾驶具备支撑 L3 级智驾的硬件冗余能力



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

## 2.3. 车型竞争力较强, 性价比优势明显

### 2.3.1. T03: 空间与智能化上具有一定优势

**T03: 城市微型代步电车, 空间与智能化上具有一定优势。**2024年3月, 24款全新T03上市, 推出200轻享版、310舒享版、403舒享版三种车型, 可满足不同续航里程需求, 厂商指导价覆盖4.99-6.99万。T03 2024款新车型车长为3620mm, 轴距为2400mm, 智驾设备标配1个摄像头和2个超声波雷达, 在同级微型电车中具备空间和智能化优势。

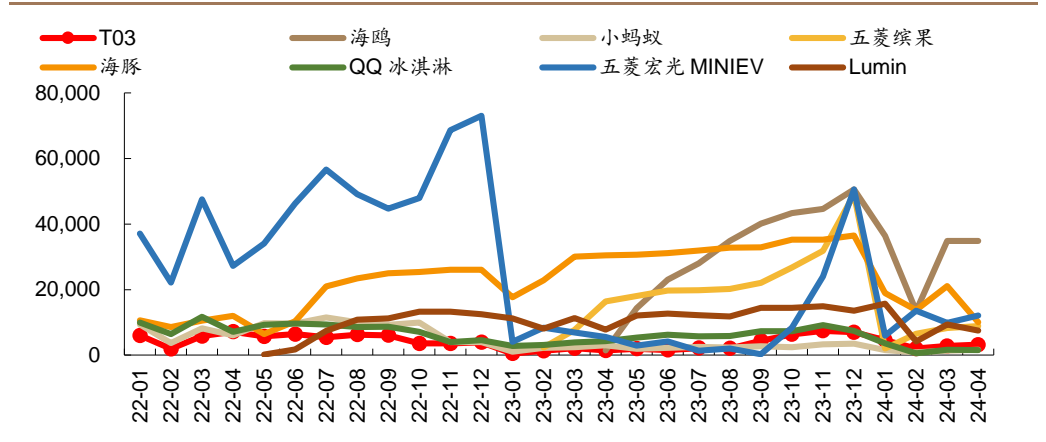
表 5: T03 与竞品车型参数对比

	T03 2024 款	QQ 冰淇淋 2024 款	小蚂蚁 2024 款	宏光 MINI	长安 Lumin	海豚	海鸥 2024 款	五菱缤果	
基本参数	级别	微型车	微型车	微型车	微型车	小型车	小型车	小型车	
	动力类型	EV	EV	EV	EV	EV	EV	EV	
	售价 (万元)	4.99-6.99	2.99-4.69	5.99-7.49	3.28-9.99	4.99-6.99	9.98-13.98	6.98-8.58	5.98-8.88
	经销商参考价 (万元)	4.99-6.99	-	-	2.88-9.99	3.79-6.19	9.98-12.98	6.98-8.58	4.98-7.58
尺寸	长 (mm)	3620	3008	3200/3242	2920-3064	3270	4125	3780	3950
	宽 (mm)	1652	1496	1670	1493-1521	1700	1770	1715	1708
	高 (mm)	1605/1592	1637	1550	1604-1665	1545	1570	1540	1580
	轴距 (mm)	2400	1960	2150	1940-2010	1980	2700	2500	2560
	座位数 (个)	4	4	4	2/4	4	5	4	4
续航 & 充电	CLTC 纯电续航里程 (km)	200-403	-	251/321	170-300	155-301	302-420	305/405	203-410
	NEDC 纯电续航里程 (km)	-	120-205	-	120-170	-	-	-	-
	电池能量 (kWh)	21.6-41.3	9.4-17.4	25.05/29.23	9-26.5	12.92-28.08	32.256/44.928	30.08/38.88	17.3-37.9
动力 & 操控	驱动方式	前置前驱	后置后驱	后置后驱	后置后驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
	电动机总功率 (kW)	40-80	20/30	36	20/30	30/35	70-150	55	30/50
	电动机总扭矩 (N·m)	96-158	85/90	95	85-110	-	180/290	135	110-150
	最高车速 (km/h)	100	100	100	100	101	150/160	130	100/120
智能座舱	中控屏尺寸 (英寸)	10.1	-	10.1/10.4	部分 8	10.25	12.8	10.1	高配 10.25
	语音分区唤醒识别	高配单区域	-	-	-	-	单区域	单区域	-

智能驾驶	摄像头数量	1	高配 1 个	-	-	1	-	1/顶配选配 2 个	-
	超声波雷达数量	2	-	-	-	2	-	3	-
智驾功能	辅助驾驶等级	-	-	-	-	-	高配 L2	-	-
	并线辅助	-	-	-	-	-	-	-	-
	车道保持辅助系统	-	-	-	-	-	高配标配	-	-
	车道居中保持	-	-	-	-	-	高配标配	-	-
	道路交通标识识别	-	-	-	-	-	高配标配	顶配选配	-

资料来源：汽车之家，德邦研究所

图 21：零跑 T03 与竞品车型月销量对比（辆）



资料来源：Marklines，德邦研究所

### 2.3.2. C01：具备价格、空间优势的中大型轿车

**C01 与竞品相比具备较高性价比。**2024 年 3 月，全新 C01 上市，厂商指导价覆盖 13.68-15.88 万。在价格方面，C01 EV 和增程最高配（尊享版）官方售价分别为 15.88 万和 15.58 万元，低于多款竞品车型的起售价；在空间方面，C01 车长为 5050mm，EV/增程高分别为 1509/1515mm，轴距为 2930mm，在同级别竞品中具备优势；在续航方面，C01 增程 CLTC 纯电续航最高 316km，CLTC 综合续航可达 1276km，相较同级车型续航更为持久。

表 6：C01 EV 与竞品车型参数对比

	C01 EV 2024 款	银河 E8 2024 款	汉 EV 2024 款	哪吒 S EV 2024 款	启源 A07 EV	海豹 EV 2024 款	深蓝 SL03	Model 3 2024 款	
级别	中大型车	中大型车	中大型车	中大型车	中大型车	中型车	中型车	中型车	
动力类型	EV	EV	EV	EV	EV	EV	EV	EV	
基本参数	售价 (万元)	13.98-15.88	16.58-22.88	17.98-21.98	15.48-22.48	13.59-17.99	17.98-24.98	15.69-20.69	23.19-33.59
	经销商参考价	13.98-15.88	16.08-22.38	17.98-21.98	15.48-22.48	13.59-16.39	17.98-24.98	14.69-19.69	23.19-33.59
尺寸	长 (mm)	5050	5010	4996	4980	4905	4800	4820	4720
	宽 (mm)	1902	1920	1910	1980	1910	1875	1890	1848
	高 (mm)	1509	1465	1495	1450	1480	1460	1480	1442/1430
	轴距 (mm)	2930	2925	2920	2980	2900	2920	2900	2875
	座位数 (个)	5	5	5	5	5	5	5	5
续航充电	CLTC 纯电续航里程 (km)	525/625	550-665	506-715	520-715	515/710	550-700	515-705	606-713
	电池能量 (kWh)	62.8/78.5	62-76	60.48-85.44	64.46-91	58.1/79.97	61.4-82.5	58.1-79.97	60/78.4
动力 & 操控	驱动方式	后置后驱	后置后驱/双电机四驱	前置前驱/双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	后置后驱	后置后驱/双电机四驱	后置后驱	后置后驱/双电机四驱
	电动机总功率 (kW)	200	200/475	150-380	170/340	160/190	150-390	160/190	194-343
	电动机总扭矩 (N·m)	360	343/710	310-700	310/620	320	310-670	320	340-723
	最高车速 (km/h)	180	190/210	185	185	167/172	180	170	200/261
	百公里加速 (s)	7.7/7.5	3.49/5.95	7.9/3.9	3.9-7.4	6	3.8-7.5	5.9-6.9	3.1-6.1



	车机芯片	-	高通骁龙 8295	-	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	-	高通骁龙 8155	AMD Ryzen
智能座舱	中控屏尺寸	14.6	45	15.6	17.6	15.4	15.6	14.6	15.4
	副驾娱乐屏	10.25	-	-	无/12.3	-	-	-	-
	语音分区域唤醒识别	双区域	双区域/四区域	四区域	-	双区域	单区域	双区域	-
	辅助驾驶芯片	-	-	-	无/地平线征程 3/双地平线征程 3/双 TDA4	-	-	-	2 颗 HW 4.0
智能驾驶	芯片总算力	-	-	-	-	-	-	-	-
	摄像头数量	5/6	选配 4-5/1-10	5/11	1-11	5	5	5/10	7
	超声波雷达数	4/12	4-12	8/12	4/12	3/5	6	6/12	-
	毫米波雷达数	0/3	0/选配 3/3-5	3/5	0/5	1/3	3	3/5	-
	激光雷达数量	-	智驾版 1 个	-	-	-	-	-	-
智驾功能	辅助驾驶等级	L2	无/选配/L2	L2	无/L2	L2	L2	L2	L2
	并线辅助	高配标配	无/选配/标配	标配	无/标配	无/标配	标配	标配	标配
	车道保持辅助系统	标配	无/选配/标配	标配	无/标配	标配	标配	标配	标配
	车道居中保持	标配	无/选配/标配	标配	无/标配	标配	标配	智驾 i 版标配	标配
	道路交通标识识别	标配	无/选配/标配	标配	无/标配	标配	标配	标配	选配
	自动泊车入位	高配标配	智驾版标配	顶配标配	无/标配	-	-	智驾 i 版标配	选配
	遥控泊车	-	智驾版标配	标配	无/标配	-	标配	智驾 i 版标配	选配
	自动变道辅助	-	智驾版标配	顶配标配	无/标配	-	-	智驾 i 版标配	选配
	匝道自动驶出(入)	-	智驾版标配	顶配标配	-	-	-	智驾 i 版标配	选配
	方向盘离手检测	标配	-	标配	-	-	-	智驾 i 版标配	-
	高速 NOA	-	智驾版标配	顶配标配	-	-	-	智驾 i 版标配	选配
	城市 NOA	-	-	-	-	-	-	-	选配(暂未开通)

资料来源：汽车之家，德邦研究所

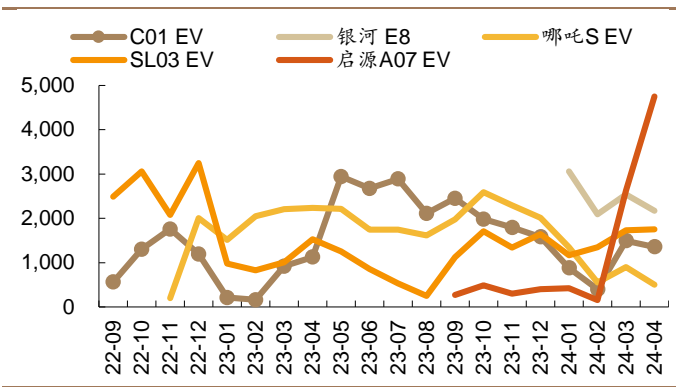
表 7: C01 增程与竞品车型参数对比

		C01 增程 2024 款	汉 插混 2024 款	哪吒 S 增程 2024 款	启源 A07 增程	海豹 DM-i 2024 款	深蓝 SL03 增程
基本参数	级别	中大型车	中大型车	中大型车	中大型车	中型车	中型车
	动力类型	增程式	插混	增程式	增程式	插混	增程式
	售价(万元)	13.68-15.58	16.98-25.98	15.48-18.93	15.59-17.59	14.98-21.98	13.99-16.69
	经销商参考价(万元)	13.68-15.58	16.98-25.98	15.48-18.93	13.99-15.99	14.98-21.98	12.99-16.69
尺寸	长(mm)	5050	4975	4980	4905	4980	4820
	宽(mm)	1902	1910	1980	1910	1890	1890
	高(mm)	1515	1495	1450	1480	1495	1480
	轴距(mm)	2930	2920	2980	2900	2900	2900
	座位数(个)	5	5	5	5	5	5
	续航&充电	WLTC 纯电续航里程(km)	-	-	130/190	170	100/160
CLTC 纯电续航里程(km)		216/316	-	200/310	200	-	135/200
NEDC 纯电续航里程(km)		-	121/200	-	-	121/200	-
CLTC 综合续航里程(km)		1176/1276	-	1060/1160	1200	-	1140/1200
电池能量(kWh)		30.1/43.7	18.316-36.01	31.7/43.9	28.4	17.6/30.7	18.99/28.39
动力&操控	驱动方式	后置后驱	前置前驱/四驱	后驱后置	后驱后置	前置前驱	后置后驱
	电动机总功率(kW)	200	145-360	170	160	145/160	160/175
	电动机总扭矩(N·m)	360	316-675	310	320	325	320
	最高车速(km/h)	170	185	185	172	180	170
	百公里加速(s)	7.6/7.8	7.9/3.7	6.9/8.6	7.8	8.2/7.9	7.2/7.5
油耗	WLTC 综合油耗(L/100km)	0.26/0.74	0.74-1.71	-/0.88	0.75	0.84-1.14	-
	亏电油耗(L/100km)	4.9	5.1-6.3	-	5	4.8-5.3	4.4/4.5
智能座舱	车机芯片	-	-	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	-	高通骁龙 8155
	中控屏尺寸(英寸)	14.6	15.6	17.6	15.4	15.6	14.6
	副驾娱乐屏(英寸)	10.25	-	高配 12.3	-	-	-
	语音分区域唤醒识别	双区域	四区域	-	双区域	四区域	双区域
智能驾驶	辅助驾驶芯片	-	-	高配双地平线征程 3	-	-	-
	芯片总算力	-	-	-	-	-	-
	摄像头数量	5/6	5	1/5	5	4/5	4/5
	超声波雷达数量	4/12	8/12	8/12	3/5	6/12	4/6
	毫米波雷达数量	高配 3 个	1/3/5	高配 5	1/3	高配 3 个	3
智驾功	激光雷达数量	-	-	-	-	-	-
	辅助驾驶等级	L2	L2	高配 L2	L2	高配 L2	高配 L2

能	并线辅助	高配标配	高配标配	高配标配	无/标配	高配标配	高配标配
车道保持辅助系统		标配	标配	高配标配	标配	高配标配	高配标配
车道居中保持		标配	标配	高配标配	标配	高配标配	-
道路交通标识识别		标配	标配	高配标配	标配	高配标配	高配标配
自动泊车入位		高配标配	顶配标配	高配标配	-	高配标配	-
遥控泊车		-	标配	高配标配	-	标配	-
自动变道辅助		-	顶配标配	高配标配	-	-	-
匝道自动驶出(入)		-	-	-	-	-	-
方向盘离手检测		标配	标配	-	-	-	-
高速 NOA		-	-	-	-	-	-
城市 NOA		-	-	-	-	-	-

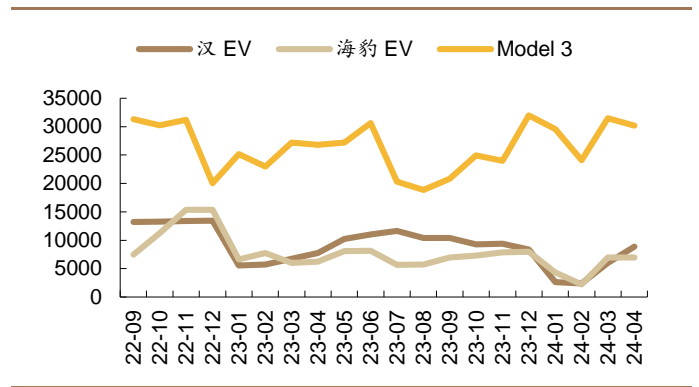
资料来源：汽车之家，德邦研究所

图 22: C01 EV 与竞品车型月销量对比 (辆)



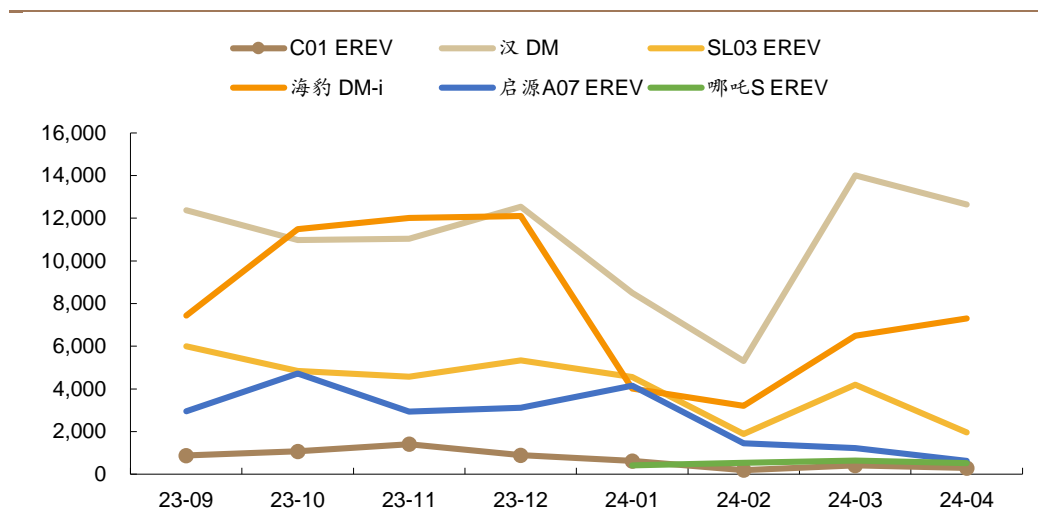
资料来源：Marklines，德邦研究所

图 23: C01 EV 竞品车型月销量对比 (辆)



资料来源：Marklines，德邦研究所

图 24: C01 增程与竞品车型月销量对比 (辆)



资料来源：Marklines，德邦研究所

### 2.3.3. C11&C10: 性价比优势明显，智能化配置较为领先

**C11&C10: 具备较高性价比且智能化配置较为领先。**

**C11:** 2024 年 3 月，全新 C11 已正式上市，推出纯电和超级增程双动力，厂商指导价覆盖 14.88-20.98 万。C11 相较于同级车在空间方面具备竞争优势，轴

距达 2930mm；全系标配四叶草中央集成式电子电气架构，标配高通骁龙 8295 旗舰芯片，最高可支持 L2++ 智能辅助驾驶，智能化优势较大。纯电车型动力操控性能优越，最高车速可达 200 km/h，百公里加速最快为 3.94s。

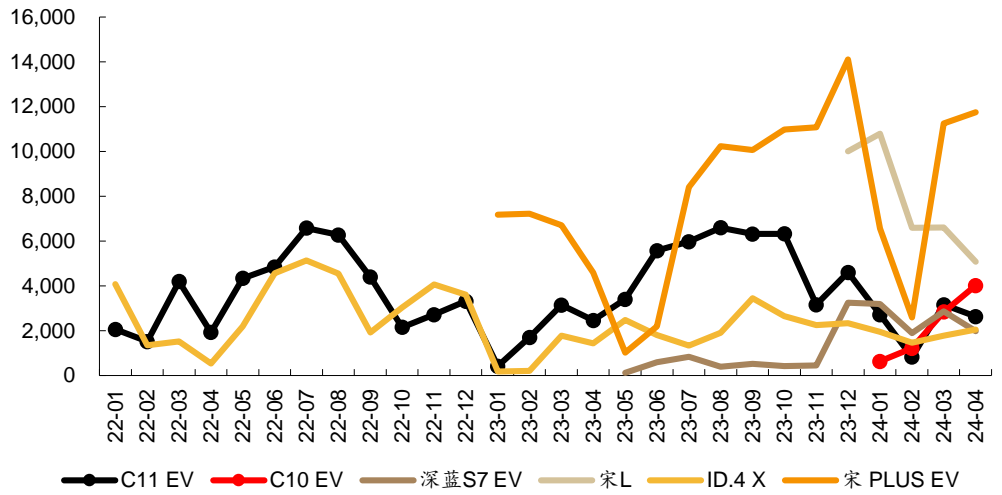
**C10：零跑首款全球化 SUV 旗舰车型。**2024 年 3 月，C10 上市，推出纯电和增程双动力，起售价 12.88 万，据 Marklines 统计，上市首月销量达 4744 辆，预计将于 2024 年三季度末登陆欧洲及全球主要市场。C10 相较于同级车在价格方面具备竞争优势，2024 款 EV 车型起售价为 12.88 万元，增程车型起售价为 13.58 万元；车型配备 8295 旗舰芯片和四叶草中央集成式电子电气架构，17 万价位内便装配激光雷达+英伟达 Orin-X 智驾芯片，配置领先同级同价位车型。

表 8：C11&C10 EV 与竞品车型参数对比

	C11 EV 2024 款	C10 EV 2024 款	深蓝 S7 EV	宋 L	大众 ID 4 X 2024 款	宋 PLUS EV 2024 款	
基本参数	级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	
	动力类型	EV	EV	EV	EV	EV	
	售价 (万元)	15.18-20.98	12.88-16.88	17.99-21.79	18.98-24.98	19.5888-28.3388	14.98-18.98
	经销商参考价 (万元)	15.18-20.98	12.88-16.88	16.99-20.79	18.98-24.98	14.98 起-23.94 起	14.98-18.98
尺寸	长 (mm)	4750	4739	4750	4840	4612	4785
	宽 (mm)	1905	1900	1930	1950	1825	1890
	高 (mm)	1675	1680	1625	1560	1640	1660
	轴距 (mm)	2930	2825	2900	2930	2765	2765
	座位数 (个)	5	5	5	5	5	5
续航	CLTC 纯电续航里程 (km)	515/580	410/530	520/620	550-662	425-601	520/605
	电池能量 (kWh)	69.2-89.97	52.9/69.9	66.8/79.97	71.8/87.04	52.8/80.2	71.8/87.04
动力&操控	驱动方式	后置后驱/双电机四驱	后置后驱	后置后驱	后置后驱/双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	前置前驱
	电动机总功率 (kW)	200/400	170	160/190	150-380	125-230	150/160
	电动机总扭矩 (N·m)	360/720	320	320	310-670	310/472	310
	最高车速 (km/h)	170/200	170	180	199/201	160	175
	百公里加速 (s)	7.9/3.94	7.29	6.7/7.5	4.3-8.5	-	-
智能座舱	车机芯片	高通骁龙 8295	高通骁龙 8155/8295	高通骁龙 8155	-	-	-
	中控屏尺寸 (英寸)	14.6	14.6	15.6	15.6	12	12.8
	副驾娱乐屏 (英寸)	10.25	-	中高配选配 12.3 英寸	-	-	-
	语音分区唤醒识别	双区域	双区域	四区域	四区域	单区域	双区域
智能驾驶	辅助驾驶芯片	高配英伟达 Orin-X	顶配英伟达 Orin-X	-	-	-	-
	芯片总算力	高配 254 TOPS	顶配 254 TOPS	-	-	-	-
	摄像头数量	6/11	5-11	5/10	6	2/5	0/1/4
	超声波雷达数量	12	4/12	6/12	6-12	8/12	6/12
	毫米波雷达数量	3/5	0/3/5	3/5	3/5	1/3	-
智驾功能	激光雷达数量	高配 1 个	顶配 1	-	-	-	-
	辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2	L2	高配 L2
	并线辅助	标配	高配标配	标配	标配	高配标配	高配标配
	车道保持辅助系统	标配	标配	标配	标配	标配	高配标配
	车道居中保持	标配	标配	标配	标配	标配	高配标配
	道路交通标识识别	标配	-	标配	标配	标配	高配标配
	自动泊车入位	标配	高配标配	高配标配	高配标配	高配标配	顶配标配
	遥控泊车	标配	高配标配	高配标配	标配	-	标配
	匝道自动驶出 (入)	高配标配	顶配标配	高配标配	-	-	-
	自动变道辅助	高配标配	高配标配	高配标配	高配标配	-	-
方向盘离手检测	标配	标配	高配标配	-	-	-	
高速 NOA	高配标配	顶配标配	高配标配	-	-	-	
城市 NOA	-	-	-	-	-	-	

资料来源：汽车之家，德邦研究所

图 25：C11&C10 EV 与竞品车型月销量对比 (辆)



资料来源: Marklines, 德邦研究所

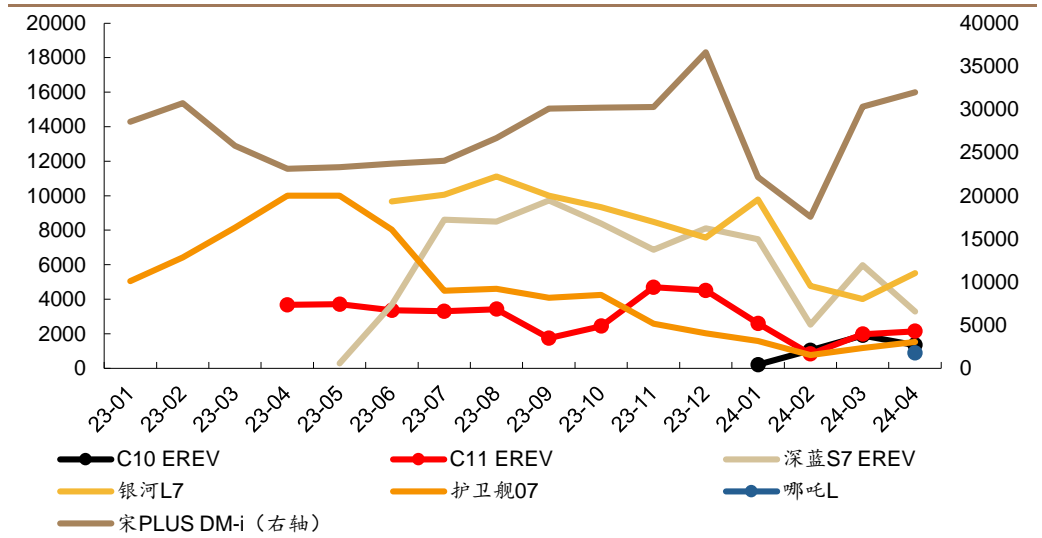
表 9: C11&C10 增程与竞品车型基本参数对比

	C11 增程 2024 款	C10 增程 2024 款	深蓝 S7 增程	哪吒 L 2024 款	护卫舰 07 2024 款	银河 L7 2024 款	宋 Plus DM-i 2024 款
	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
<b>基本参数</b>							
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
动力类型	增程	增程式	增程	增程	插混	插混	插混
售价 (万元)	14.88-18.58	13.58-16.58	14.99-18.49	12.99-15.99	17.98-25.98	12.57-16.97	12.98-16.98
经销商参考价 (万元)	14.88-18.58	13.58-16.58	13.99-17.49	12.99-15.99	17.98-25.98	11.37-16.57	12.98-16.98
<b>尺寸</b>							
长 (mm)	4780	4739	4750	4770	4820	4700	4775
宽 (mm)	1905	1900	1930	1900	1920	1905	1890
高 (mm)	1675	1680	1625	1660	1750	1685	1670
轴距 (mm)	2930	2825	2900	2810	2820	2785	2765
座位数 (个)	5	5	5	5	5	5	5
<b>续航 &amp; 充电</b>							
WLTC 纯电续航里程	-	140	90/160	-	82-170	43/90	55-116
CLTC 纯电续航里程	200/300	210	121/200	220/310	-	55/115	-
电池能量 (kWh)	30.1/43.74	28.4	18.99/31.73	30/40	18.3/36.8	9.11-18.7	12.9-26.6
驱动方式	后置后驱	后置后驱	后置后驱	后置后驱	前置前驱/四驱	前置前驱	前置前驱
<b>动力 &amp; 操控</b>							
电动机总功率 (kW)	200	170	175	170	145/295	107	145
电动机总扭矩 (N·m)	360	320	320	310	316/656	338	325
最高车速 (km/h)	170	170	180	180	180	200	170
百公里加速 (s)	7.8/8.3	7.68	7.6/7.7	7.3/8.2	4.7-8.9	6.9	8.2-8.5
<b>油耗</b>							
WLTC 综合油耗 (L/100km)	-	0.94	0.86/1.29	0.9/0.94	1.42-2.1	1.3/2.35	-
亏电油耗 (L/100km)	5.2	5.1	4.95	4.85/5	5.3-6.4(NEDC)	5.23	5.3/5.4
<b>智能座舱</b>							
车机芯片	高通骁龙 8295	高通骁龙 8155/8295	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	-	高通骁龙 8155	-
中控屏尺寸 (英寸)	14.6	14.6	15.6	15.6	15.6	13.2	12.8/15.6
副驾娱乐屏 (英寸)	10.25	-	高配选配 12.3	顶配标配 15.6	-	16.2	-
语音分区唤醒识别	双区域	双区域	四区域	双区域	四区域	-	双区域
<b>智能驾驶</b>							
辅助驾驶芯片	顶配英伟达 Orin-X	顶配英伟达 Orin-X	-	地平线征程 3	-	-	-
芯片总算力	顶配 254 TOPS	顶配 254TOPS	-	-	-	-	-
摄像头数量	6/11	5-11	4-10	5	4/5	顶配 6	1-5
超声波雷达数量	12	4/12	4-12	8/12	6/12	顶配 12	6/12
毫米波雷达数量	3/5	0/3/5	0/3/5	1/5	0/3/5	顶配 5	-
激光雷达数量	顶配 1	顶配 1	-	-	-	-	-
<b>智驾功能</b>							
辅助驾驶等级	L2	L2	高配 L2	L2	除最低配 L2	L2	高配 L2
并线辅助	标配	高配标配	高配标配	高配标配	除最低配标配	顶配选配	高配标配
车道保持辅助系统	标配	标配	高配标配	标配	除最低配标配	标配	高配标配
车道居中保持	标配	标配	高配标配	标配	-	标配	高配标配
道路交通标识识别	标配	标配	高配标配	标配	除最低配标配	标配	高配标配
自动泊车入位	标配	高配标配	顶配标配	高配标配	中高配标配	顶配标配	顶配标配
遥控泊车	标配	高配标配	顶配标配	高配标配	高配标配	顶配标配	标配
自动变道辅助	顶配标配	顶配标配	顶配标配	高配标配	顶配标配	顶配选配	-

匝道自动驶出(入)	顶配标配	顶配标配	顶配标配	-	-	顶配选配
方向盘离手检测	标配	标配	顶配标配	-	-	-
高速 NOA	顶配标配	顶配标配	顶配标配	-	-	顶配选配
城市 NOA	-	-	-	-	-	-

资料来源：汽车之家，德邦研究所

图 26: C11&C10 增程与竞品车型月销量对比 (辆)



资料来源：Marklines，德邦研究所

### 2.3.4. C16: 全球首创全场景多用途大 6 座 SUV——MPSUV

**C16: 超舒适智能六座 SUV。**2024 年 4 月 25 日, C16 于北京车展开启预售, 预计满配售价 20 万元以内, 增程与纯电双动力选择, 并将于 6 月上市交付。

**C16 具备较高性价比, 智能座舱&智能驾驶具备优势。**配置方面, 座舱采用“2+2+2”布局, 空间利用率达到 67.2%, 车内高度为 1216mm, 具备 10066cm<sup>2</sup> 超大侧面车窗, 被官方定义为“MPSUV”; 基于 LEAP3.0 技术架构, 纯电标配全域 800V 碳化硅高压平台, 配备高通骁龙 SA8295P 芯片, 21 扬声器豪华音响, 具备激光雷达+Orin-X 高阶智驾解决方案, 提供智能舒适体验。

**零跑 C16 北京车展预售发布会后, 24 小时预售订单突破 11950 台。**

图 27: 零跑 C16



资料来源：零跑汽车公众号，德邦研究所

图 28: C16 具有 67.2%的空间利用率



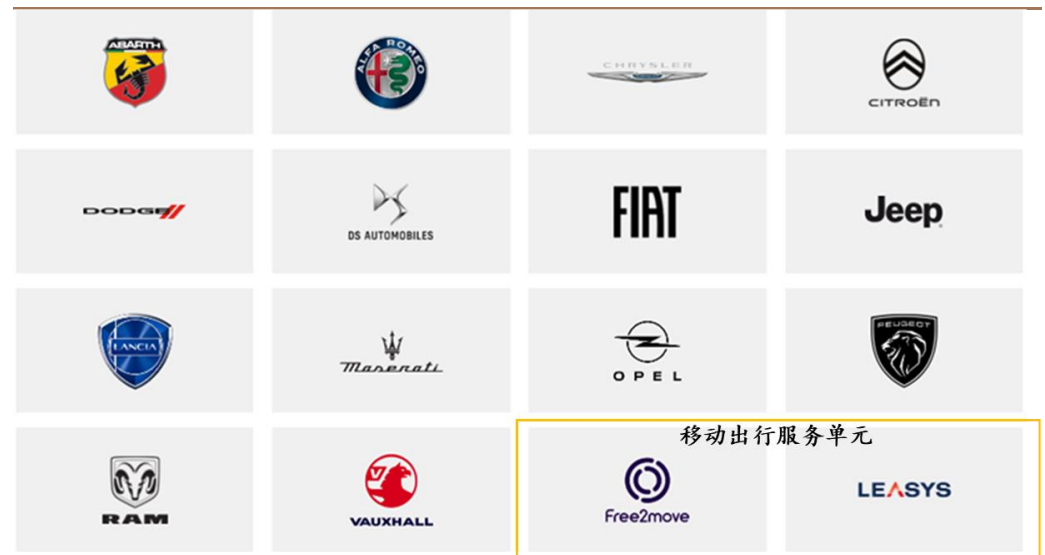
资料来源：零跑汽车公众号，德邦研究所

### 3. 携手 Stellantis，出海业绩增量可期

成立零跑国际合资公司，加速扩张全球产品销售。2024年5月14日，Stellantis集团和零跑汽车成立零跑国际合资公司，分别持股51%和49%，由Stellantis集团中国区管理团队的忻天舒先生担任零跑国际CEO。除大中华地区以外，该合资公司独家拥有向全球其它所有市场开展出口和销售业务、独家拥有在当地制造零跑汽车产品的权利。

Stellantis集团由PSA和FCA以50:50的股比合并而来，旗下有玛莎拉蒂、Jeep、阿尔法·罗密欧、道奇、阿巴斯、雪铁龙等14个汽车品牌 and 2个移动出行服务单元。Stellantis客户遍布全球130多个国家，在30多个国家拥有生产制造基地，Stellantis可将多年来在海外的布局帮助零跑在海外有更多的分销网络以及营销措施，加速其在海外的布局。

图 29：Stellantis 旗下有 14 个汽车品牌和 2 个移动出行服务单元

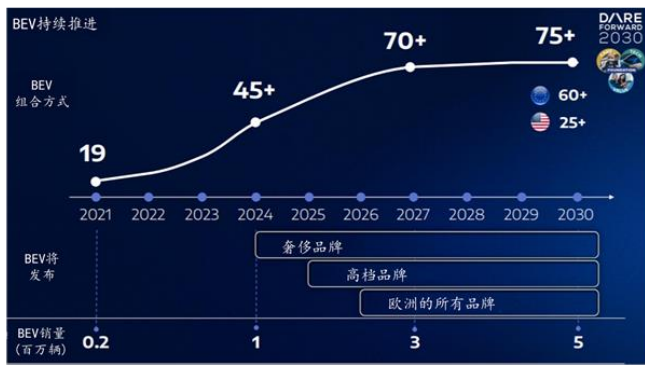


资料来源：Stellantis 官网，德邦研究所

“Dare Forward 2030”规划加速电动车渗透。2022年3月，Stellantis集团发布“Dare Forward 2030”战略规划，将于2030年减少50%碳排放，2038年实现净零碳排放；2030年底前，其在欧洲售出的所有汽车均为纯电动车型，在美国售出的汽车中将有50%为纯电动车型；计划在2030年拥有超75款纯电动车型，全球范围内销量达500万辆。

零跑汽车具有创新和优秀成本效益的电动车生态将助于Stellantis实现“Dare Forward 2030”战略规划中的电气化目标。

图 30: Stellantis 电动汽车规划



资料来源: Stellantis 官网, 德邦研究所

图 31: 双方合作对 Stellantis 集团的意义



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

零跑国际有望持续贡献销售增量。零跑国际将于 2024 年 9 月在欧洲开启销售, 并计划到 2024 年年底前将其在欧洲的销售网点扩展至 200 家, 并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家; 2024Q4 起进军印度和亚太、中东和非洲以及南美市场。C10 和 T03 将在欧洲市场率先推出, 未来 3 年零跑国际在海外平均每年至少推出 1 款车型。

图 32: 中国市场+海外市场+TIER1 商业模式



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

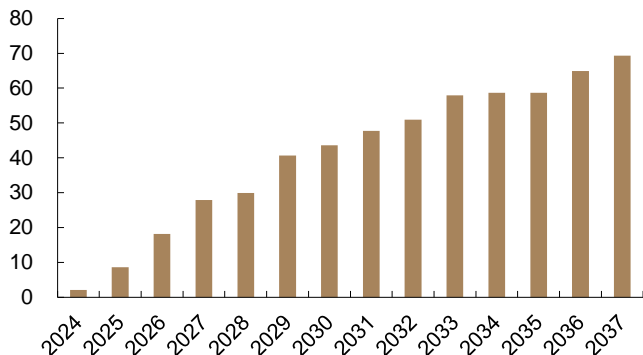
图 33: 零跑国际产品规划



资料来源: 零跑汽车公众号, 德邦研究所

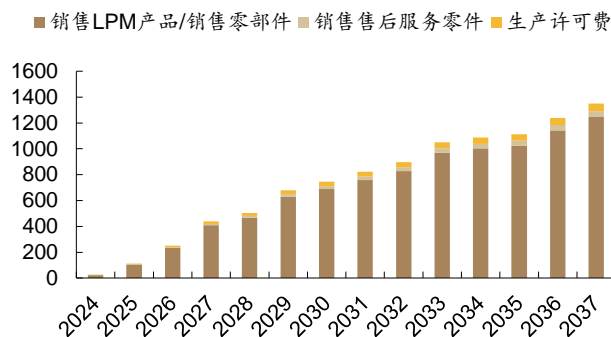
据公司公告,2024/2025/2026年合资公司预计销量将达到2.1/8.7/18.2万辆,交易总额上限将达23.4/111.1/249.9亿元。

图 34: 合资公司预计销量 (万辆)



资料来源: 2023年10月26日公司公告, 德邦研究所

图 35: 合资公司预计交易总额上限 (亿元)



资料来源: 2023年10月26日公司公告, 德邦研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

**车辆及部件销售:** 2023年公司汽车销量为14.4万辆,考虑公司高性价比产品优势与借助Stellantis加速海外拓展,公司未来车辆及部件销售业务增长态势良好。我们预计2024-2026年汽车销量分别为26.3、44.5、62.0万辆,车辆及部件销售业务收入分别为313.5、543.5、775.0亿元。

**提供服务:** 2023年公司提供服务收入为0.14亿元。我们预计2024-2026年提供服务收入分别为0.26、0.46、0.74亿元。

**毛利率:** 2023年公司毛利率首次转正为0.5%,考虑到公司产品结构改善、降本增效持续推进,预计未来毛利率将随着成本控制及运营效率的提升进一步改善。我们预计2024-2026年公司毛利率分别为8.0%、13.0%、14.0%。

表 10: 公司营收拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
车辆及部件销售 (亿元)	123.8	167.3	313.5	543.5	775.0
YOY	304.7%	35.2%	87.2%	73.4%	42.6%
汽车销量 (万辆)	11.1	14.4	26.3	44.5	62.0
YOY	154.1%	29.7%	82.7%	69.0%	39.4%
提供服务 (亿元)	0.07	0.14	0.26	0.46	0.74
YOY	406.4%	110.5%	85.5%	77.9%	61.0%
总体毛利率	-15.4%	0.5%	8.0%	13.0%	14.0%

资料来源: Wind, 零跑汽车公众号, 公司招股书, 公司公告, Marklines, 汽车之家, 德邦研究所预测



## 4.2. 投资建议

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 313.5、543.5、775.0 亿元，对应的归母净利润分别为-35.5、-4.8、16.7 亿元。基于 2024 年 6 月 14 日收盘价，对应 PS 分别为 1.14、0.66、0.46 倍。选取理想汽车、蔚来、小鹏汽车作为可比公司，3 家可比公司对应 2024-2026 年 PS 均值分别为 0.93、0.61、0.50 倍。公司基于全域自研构建高性价比产品，C10/C16 有望贡献新车增量，与 Stellantis 合作加速海外扩展，凭借其全球布局有望给公司带来持续增量，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（人民币）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	1,425.6	67.2	1,672.8	2,387.3	2,888.0	0.85	0.60	0.49
9866.HK	蔚来-SW	649.7	31.3	700.8	1,053.8	1,298.5	0.93	0.62	0.50
9868.HK	小鹏汽车-W	494.0	26.1	493.5	787.1	957.4	1.00	0.63	0.52
可比公司平均 PS							0.93	0.61	0.50
<b>9863.HK</b>	<b>零跑汽车</b>	<b>358.7</b>	<b>26.8</b>	<b>313.5</b>	<b>543.5</b>	<b>775.0</b>	<b>1.14</b>	<b>0.66</b>	<b>0.46</b>

资料来源：wind，德邦研究所预测（收盘日期为 2024/06/14，零跑汽车盈利预测来自德邦研究所，其他来自 Wind 一致预测）

备注：图表数据根据 2024 年 6 月 14 日的港元兑人民币中间价 0.91091 元进行换算

## 5. 风险提示

市场竞争加剧风险、汽车销量不及预期、海外业务拓展不及预期、新车型研发不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025	2026
每股指标(元)				
每股收益	-3.62	-2.66	-0.36	1.25
每股净资产	9.35	6.70	6.34	7.60
每股经营现金流	0.81	0.69	2.96	4.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-8.98	-10.10	-74.16	21.45
P/B	3.48	4.00	4.23	3.53
P/S	2.60	1.14	0.66	0.46
EV/EBITDA	-8.99	-7.77	-71.06	9.22
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	0.48%	8.00%	13.00%	14.00%
净利润率	-25.18%	-11.33%	-0.89%	2.16%
净资产收益率	-33.74%	-39.66%	-5.70%	16.45%
资产回报率	-14.82%	-11.06%	-1.21%	3.29%
投资回报率	-29.21%	-31.29%	-5.31%	10.98%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.22%	87.17%	73.39%	42.60%
EBIT 增长率	16.14%	15.37%	83.13%	343.36%
净利润增长率	17.47%	15.76%	86.38%	445.72%
偿债能力指标				
资产负债率	56.1%	72.1%	78.8%	80.0%
流动比率	1.6	1.2	1.1	1.1
速动比率	1.3	0.9	0.8	0.9
现金比率	0.8	0.6	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.1	14.8	14.5	14.8
存货周转天数	37.5	28.2	26.2	26.0
总资产周转率	0.7	1.0	1.5	1.7
固定资产周转率	4.7	7.4	11.3	14.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
净利润	-4216	-3552	-484	1672
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	569	258	297	330
非经营收益	788	-95	-599	-1183
营运资金变动	3941	4309	4739	5137
经营活动现金流	1082	921	3953	5956
资产	-1394	-1100	-1000	-900
投资	-3537	-60	-60	-60
其他	71	191	710	1309
投资活动现金流	-4860	-969	-350	349
债权募资	558	400	400	400
股权募资	7777	0	0	0
其他	217	-97	-111	-126
融资活动现金流	8552	303	289	274
现金净流量	4782	265	3902	6589

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 6 月 14 日  
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
营业总收入	16747	31345	54349	77504
营业成本	16666	28838	47283	66653
毛利率%	0.48%	8.00%	13.00%	14.00%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1795	2600	3400	4300
营业费用率%	10.72%	8.29%	6.26%	5.55%
管理费用	858	1000	1200	1440
管理费用率%	5.12%	3.19%	2.21%	1.86%
研发费用	1920	2800	3800	4900
研发费用率%	11.46%	8.93%	6.99%	6.32%
EBIT	-4373	-3701	-624	1519
财务费用	-157	-149	-141	-153
财务费用率%	-0.94%	-0.48%	-0.26%	-0.20%
资产减值损失				
投资收益	4	75	600	1200
营业利润	-4491	-3892	-1335	211
营业外收支				
利润总额	-4216	-3552	-484	1672
EBITDA	-3804	-3443	-327	1849
所得税	0	0	0	0
有效所得税率%	-0.00%	-0.00%	-0.00%	-0.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-4216	-3552	-484	1672

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
货币资金	11731	11996	15898	22487
应收账款及应收票据	926	1654	2717	3660
存货	1719	2804	4072	5554
其它流动资产	8093	8775	9694	10902
流动资产合计	22470	25229	32381	42603
长期股权投资	44	44	44	44
固定资产	3868	4552	5105	5532
在建工程				
无形资产	735	893	1043	1186
非流动资产合计	5984	6886	7649	8279
资产总计	28453	32115	40030	50882
短期借款	1581	1881	2181	2481
应付票据及应付账款	9847	14819	20752	27217
预收账款				
其它流动负债	2526	4357	6413	8719
流动负债合计	13954	21057	29346	38417
长期借款	892	992	1092	1192
其它长期负债	1110	1110	1110	1110
非流动负债合计	2002	2102	2202	2302
负债总计	15955	23159	31548	40719
实收资本	1337	1337	1337	1337
普通股股东权益	12498	8956	8482	10164
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	28453	32115	40030	50882

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。