

研究所：

证券分析师：

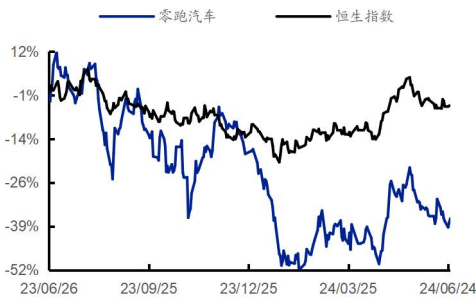
戴畅 S0350523120004

daic@ghzq.com.cn

自研自制优势已现，海外合资盈利可期

——零跑汽车（09863）深度报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/06/26

表现	1M	3M	12M
零跑汽车	-11.6%	7.1%	-36.9%
恒生指数	-2.8%	8.9%	-3.7%

市场数据

2024/06/26

当前价格(港元)	27.00
52周价格区间(港元)	19.60-48.50
总市值(百万港元)	36,098.08
流通市值(百万港元)	30,143.18
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)	63.09
近一月换手(%)	0.30

相关报告

《零跑汽车(09863)2024Q1点评报告：2024Q1销量业绩环比承压，新品上市静待反弹(增持)*乘用车*戴畅》——2024-05-19

《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

投资要点：

核心逻辑：国内产品成本领先(全域自研+平台化通用架构)+海外市场快速开拓(与Stellantis合作获得渠道和品牌加强，且降低贸易壁垒风险)，公司有望实现销量和盈利的持续改善。

■ **公司基本情况：股权集中，管理团队经验丰富。** 零跑汽车成立于2015年，具备全域自研自制能力的新能源汽车企业，现售T03、C01、C10、C11、C16五款车型。截止于2023年末重要持股股东股份总计45.5%，创始人朱江明、傅利泉及其一致行动人持股24.28%。公司高管人员拥有深厚的工作经验，长期担任各大公司的重要职务，都在各自的专业领域有超过10年的相关经验。2023全年零跑汽车交付量超14万辆，同比+29.7%，2024Q1交付量达3.3万辆，同比增长217.9%。

■ **自研自制+平台高通用化带来成本优势，构建极致性价比的核心产品竞争力。** 公司通过全域自研打通整车六大核心技术模块，整车架构实现行业最高的88%零部件通用化率，缩短25%的平台车型开发周期，减少40%平台车型整车投入加快车型迭代。占整车成本60%核心零部件实现自研自制，降低公司采购成本。同时公司坚定性价比定价策略，新品搭载众多智能与豪华配置，售价主攻10-20万元价格区间。公司全新车型C16强势切入20万元以内3排SUV小蓝海市场，产品竞争力超过同级别、同价位竞品。综合考虑新车型发布、交付安排以及季节因素影响，我们认为公司后续季度销量相比2024Q1有望回升，预计2024-2026年国内销量约24.6/36.3/45.7万辆。

■ **Stellantis集团背书，双方互利共赢，迅速开启海外新增长。** 零跑汽车另辟蹊径，反向合资攻占海外市场。2024年9月将正式登陆欧洲9国。借助Stellantis现有渠道迅速扩展200家门店。2025-2026年将全面推进中东&非洲、南美、亚太等其他重要市场，销售网点将扩展至500家。零跑汽车另辟蹊径，反向合资拥有以下核心优势：1) Stellantis集团赋能，强化零跑国际化品牌形象；2) 海外市场定价高于国内，利于公司提高盈利水平；3) 把握出海机遇迅速出海，直接利用Stellantis销售网络，降低出海难度；4) 风险可控，采用轻资产形式出口，有效避免高额海外投资无法回收的风险，无需建厂可

直接授权 Stellantis 进行属地生产。综合公司海外渠道扩张速度及产品规划，基于对核心竞品菲亚特 500e、大众 ID.3/ID.4 的欧洲销量数据，我们预计公司 2024-2026 年海外销量约 0.5/6.8/11.3 万辆。

- **盈利预测和投资评级** 公司坚持核心零部件自研自制，成本优势突出，终端产品竞争力较强。此外，公司成立零跑国际合资公司，加速推进海外市场扩张。随公司国内外销量逐步提升，规模优势下带来更好的盈利能力，因此我们看好公司未来发展，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 319.16、529.97、701.34 亿元，同比增速为 91%、66%、32%；实现归母净利润-29.98、3.60、25.65 亿元，同比为减亏、扭亏、612%；EPS 为-2.24、0.27、1.92 元，对应当前股价的 PS 估值分别为 1.1、0.7、0.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示** 市场竞争加剧；新车销量不及预期；海外合作发展不及预期；地缘政治因素导致海外市场盈利不及预期；对海外市场需求把握不精准风险；汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16747	31916	52997	70134
增长率(%)	35	91	66	32
归母净利润（百万元）	-4216	-2998	360	2565
增长率(%)	17	29	112	612
摊薄每股收益（元）	-3.15	-2.24	0.27	1.92
ROE(%)	-34	-32	4	21
P/E	/	/	100.24	14.07
P/B	3.82	3.80	3.65	2.90
P/S	2.85	1.13	0.68	0.51
EV/EBITDA	/	/	35.38	6.85

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 2024.6.26 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

内容目录

1、 公司概况：务实高效，即将进入高速发展阶段	5
1.1、 坚持自研新能源核心领域，公司成长迅速	5
1.2、 股权结构集中，创始人核心团队和 Stellantis 合计持股近半	5
1.3、 高管团队经验丰富，融合大华、汽车制造背景	6
1.4、 财务状况：营收持续增长，规模驱动盈利改善	7
2、 成本领先优势构建核心竞争力	8
2.1、 零跑成本优势来自架构的通用性和关键零部件的自研自制	8
2.1.1、 成本优势来源 1：领先架构的灵活性与通用性	9
2.1.2、 成本优势来源 2：关键零部件的自研自制	10
2.2、 公司成本费用管控能力行业领先，2023 年全年毛利率转正	10
2.2.1、 零跑“毛销差”超过部分头部新势力	10
2.2.2、 费用端，零跑展现出优秀的控制能力	11
2.3、 性价比领先，零跑 2024 新品竞争力强	12
2.3.1、 新产品极致性价比，产品定义高度吻合潜在用户群体需求	12
2.3.2、 C16 成功切入 20 万级 3 排 SUV 小蓝海市场	13
2.4、 预计公司国内销量 2024/2025 年有望快速放量	14
3、 国际集团赋能下加速出海	15
3.1、 另辟蹊径，反向合资进军海外市场	15
3.1.1、 欧洲新能源快速渗透，与中国新能源车企合作符合双方利益	15
3.1.2、 零跑汽车携手 Stellantis 开启海外成长阶段	16
3.2、 合作有利于零跑获得品牌、渠道加成，且降低贸易壁垒风险	17
3.2.1、 享受国际集团的品牌助力	17
3.2.2、 享受国际集团在海外渠道的助力	19
3.2.3、 降低贸易壁垒风险	20
3.3、 预计海外汽车销量 2025 年快速增长	21
4、 投资建议	22
5、 风险提示	23

图表目录

图 1: 零跑发展历程	5
图 2: 零跑股权结构图	6
图 3: 零跑高级管理人员信息	6
图 4: 2020-2024Q1 零跑营业收入及同比 (亿元/%)	7
图 5: 2020-2024Q1 零跑汽车归母净利润 (亿元)	7
图 6: 零跑汽车与“蔚小理”毛利率	7
图 7: 2021-2024Q1 零跑汽车研发、管理、销售费率	7
图 8: 零跑产品与竞品价格带对比	8
图 9: 零跑全域自研	9
图 10: 【四叶草】架构三个芯片组合方案	9
图 11: 季度交付 4 万辆规模时的毛利率/毛销差	11
图 12: 季度交付 5-6 万辆规模时的毛利率/毛销差	11
图 13: 零跑研发费用率与“蔚小理”对比	11
图 14: 零跑 SG&A 费用率与“蔚小理”对比	11
图 15: 零跑单车折旧摊销费用与“蔚小理”对比 (万元/辆)	12
图 16: T03、C01、C11 2024 款降价情况	13
图 17: C16 与 2024 款三排 SUV 竞品比较	14
图 18: 欧洲电动汽车销量及渗透率	15
图 19: 零跑国际渠道及车型规划	16
图 20: 零跑汽车与 Stellantis 集团合作模式	17
图 21: 2023 年 Stellantis 分地区销量 (百万辆)	18
图 22: 2023 年 Stellantis 分地区收入占比	18
图 23: Stellantis 旗下品牌分布	18
图 24: Stellantis 全球销售网络分布	19
图 25: 公司即将出海产品与当地核心竞品对比	20
图 26: 零跑汽车 2024 年-2026 年盈利预测	22
表 1: 零跑产品价格带、2023Q4 毛利率、交付量与“蔚小理”对比	8
表 2: 零跑汽车 2024 年-2026 年国内销量预测 (万辆)	14
表 3: 中国与法国电动汽车起售价对比	16
表 4: 2023 年 Stellantis 各地区销量、营业收入、平均单车收入	19
表 5: 不同品牌出口模式、销售网络铺设所需时间	20
表 6: 零跑汽车 2024 年-2026 年海外销量预测 (万辆)	21

1、公司概况：务实高效，即将进入高速发展阶段

1.1、坚持自研新能源核心领域，公司成长迅速

零跑汽车专注于新能源汽车研发制造。零跑汽车成立于2015年12月24日，创始人朱江明拥有电子及人工智能领域30年的研发制造经验，是浙江大华股份的创始人之一。零跑自成立以来坚持全域技术自研，目前已成功突破智能动力、智能网联、智能驾驶三大核心技术。目前公司在售有5款车型，截至2024年5月31日，零跑累计汽车交付量达37万辆。2024年5月，零跑国际合资公司成立，并计划于9月开始在欧洲销售零跑产品。

图 1：零跑发展历程

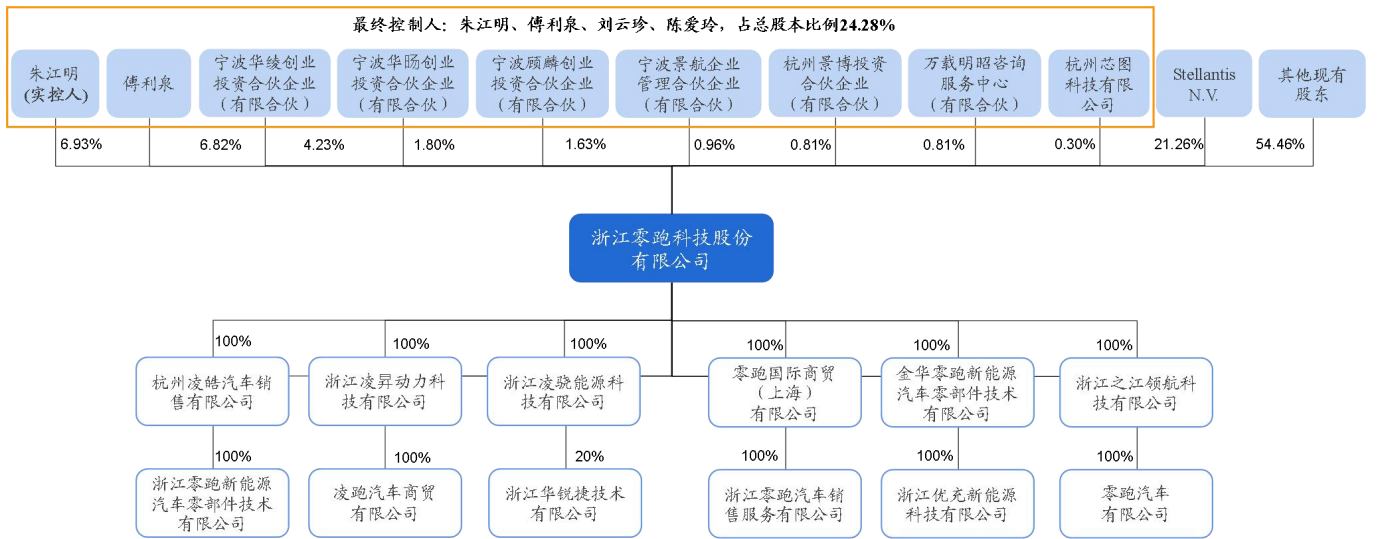
2015-2019	2020	2021	2022	2023	2024
<ul style="list-style-type: none"> 2015年，零跑汽车成立 2019年，首款车型S01上市 	<ul style="list-style-type: none"> 5月，T03车型上市 12月，C11开启预售 	<ul style="list-style-type: none"> 1月，与合肥市政府签订合作协议 9月，C11车型上市 	<ul style="list-style-type: none"> 9月，C01车型发布；零跑汽车于港交所上市，股票代码：9863 11月于以色列开设首批海外门店 	<ul style="list-style-type: none"> 10月，Stellantis计划与零跑成立合资公司 12月，零跑汽车累计交付突破30万辆 	<ul style="list-style-type: none"> 3月，C10车型上市 4月，C16车型开启预售 5月，零跑国际正式成立

资料来源：零跑汽车招股书，零跑汽车官网，搜狐网，成都商报红星新闻，新浪汽车，懂车帝，21世纪经济报道，IT之家，新华网，国海证券研究所

1.2、股权结构集中，创始人核心团队和 Stellantis 合计持股近半

零跑汽车股权较集中，创始人核心团队和 Stellantis 合计持股 45.54%。截至2023年12月31日，朱江明、傅利泉、刘云珍、陈爱玲一致行动人持股 24.28%，Stellantis N.V.持股 21.26%。截至2023年，浙江零跑科技股份有限公司拥有包括零跑汽车有限公司、零跑国际商贸（上海）有限公司、浙江零跑新能源汽车零部件技术有限公司在内的11家全资子公司，并持有20%浙江华锐捷技术有限公司股份。

图 2：零跑股权结构图



资料来源：ifind，国海证券研究所

1.3、高管团队经验丰富，融合大华、汽车制造背景

公司高级管理人员具备丰富的从业经历和相关业务经验。公司高管长期担任各大公司的重要职务，都在各自的专业领域有超过 10 年的相关经验。具备均衡的知识及技能组合，包括汽车研发、品牌营销、整体管理及战略发展、质量保证与控制、公司治理以及与集团的运营及业务有关的行业经验。

图 3：零跑高级管理人员信息

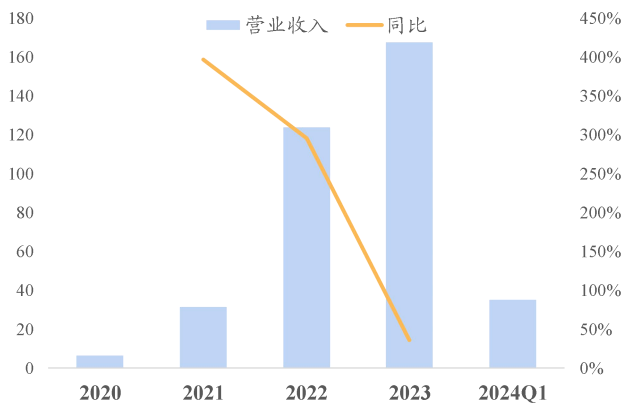
 <p>朱江明 创始人、董事长、CEO</p> <p># 业务战略 # 研发 # 大华 # 摩托罗拉</p> <ul style="list-style-type: none"> 负责公司的整体业务战略和运营 30年研发制造经验 大华股份副董事长 杭州摩托罗拉业务运营总监、总经理 	 <p>徐军 高级副总裁、首席运营官</p> <p># 诺基亚 # 华为 # 摩托罗拉 # 客户</p> <ul style="list-style-type: none"> 诺基亚区域经理、西区副总经理及大客户高级经理 摩托罗拉中国区全国渠道总监 华为消费者业务大中国区公开渠道部长、华为销售副总裁 	 <p>张韦力 高级副总裁、首席营销官</p> <p># 品牌营销 # 三星 # 华为 # 实力传播</p> <ul style="list-style-type: none"> 负责公司品牌营销 三星鹏泰数码产品营销负责人 实力传播高级客户总监 华为终端大中华地区部首席营销官、终端拉美地区首席营销官 	 <p>敬华 高级副总裁、董事会秘书</p> <p># 运营 # IT # 杭州天信数码</p> <ul style="list-style-type: none"> 负责集团的运营和流程管理、IT管理、法务及行政职能 30年信息技术经验 接连在华夏视联、华数传媒、浙江华数广电任职 杭州天信数码总经理
 <p>曹力 执行董事兼高级副总裁</p> <p># 研发制造 # 大华 # 设计</p> <ul style="list-style-type: none"> 负责整车相关的研发及电池相关的研发及制造 10年产品设计经验 大华技术高级工业工程师 留白工贸有限公司设计总监 千方工业产品设计有限公司担任设计经理 	 <p>周洪涛 高级副总裁</p> <p># 研发制造 # 大华</p> <ul style="list-style-type: none"> 负责集团的自动驾驶以及汽车电子的研发及制造 20年软件及汽车电子行业经验 在大华技术负责软件相关工作 	 <p>亚存 副总裁</p> <p># 汽车电子 # 博世 # 艾默生</p> <ul style="list-style-type: none"> 在汽车电子行业拥有近20年相关经验 曾担任苏州三星电子有限公司压缩机电机开发科长 艾默生环境优化技术(苏州)有限公司高级工程师 博世汽车部件(苏州)有限公司主任工程师 	 <p>舒春成 副总裁</p> <p># 奇瑞 # 供应链管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 在汽车供应链管理领域拥有近20年相关经验 曾担任奇瑞汽车股份有限公司的高级采购经理

资料来源：零跑汽车官网，国海证券研究所

1.4、财务状况：营收持续增长，规模驱动盈利改善

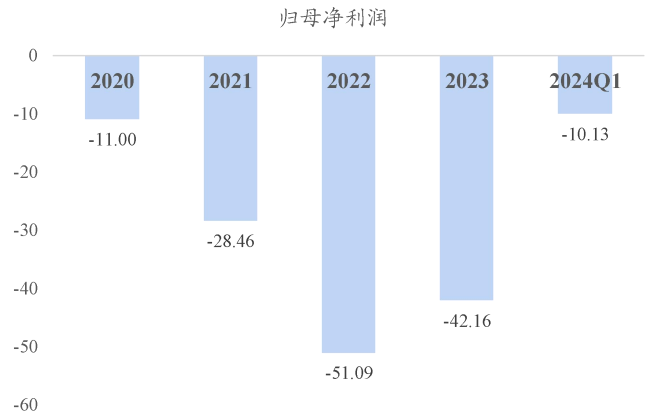
营收持续增长，盈利能力不断改善。2023 年零跑汽车交付量达 14.4 万辆，同比增长 30%；营业收入 167.47 亿元，同比增长 35%；全年毛利率为 0.5%，实现由负转正；归母净利润为-42.16 亿元，亏损收窄。

图 4：2020-2024Q1 零跑营业收入及同比（亿元/%）



资料来源：ifind，国海证券研究所

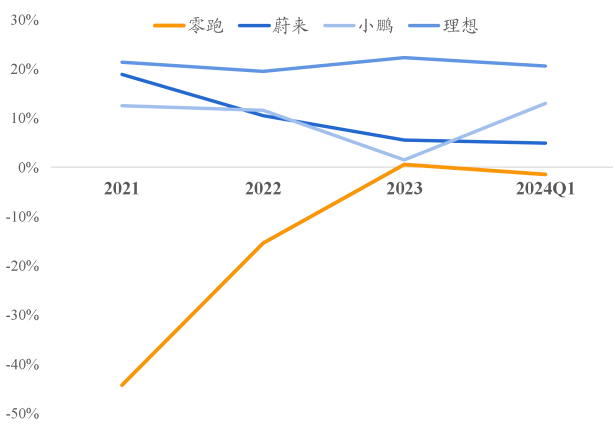
图 5：2020-2024Q1 零跑汽车归母净利润（亿元）



资料来源：ifind，国海证券研究所

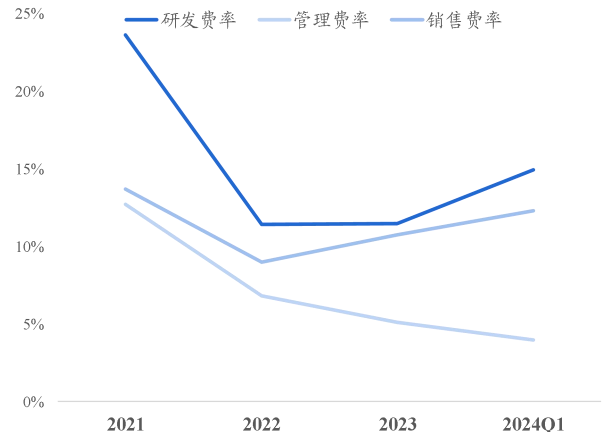
毛利迅速改善，费用管控良好。2023Q3 零跑汽车毛利率首次实现转正，2023Q4 毛利率为 6.73%。与“蔚小理”三家相比，零跑 2023Q4 毛利率介于蔚来的 7.48% 与小鹏的 6.20% 之间。零跑 2023 年研发费用/管理费用/销售费用分别为 19.20/8.58/17.95 亿元，研发费率/管理费率/销售费率分别为 11%/5%/11%，其中管理费率持续降低。

图 6：零跑汽车与“蔚小理”毛利率



资料来源：ifind，国海证券研究所

图 7：2021-2024Q1 零跑汽车研发、管理、销售费率



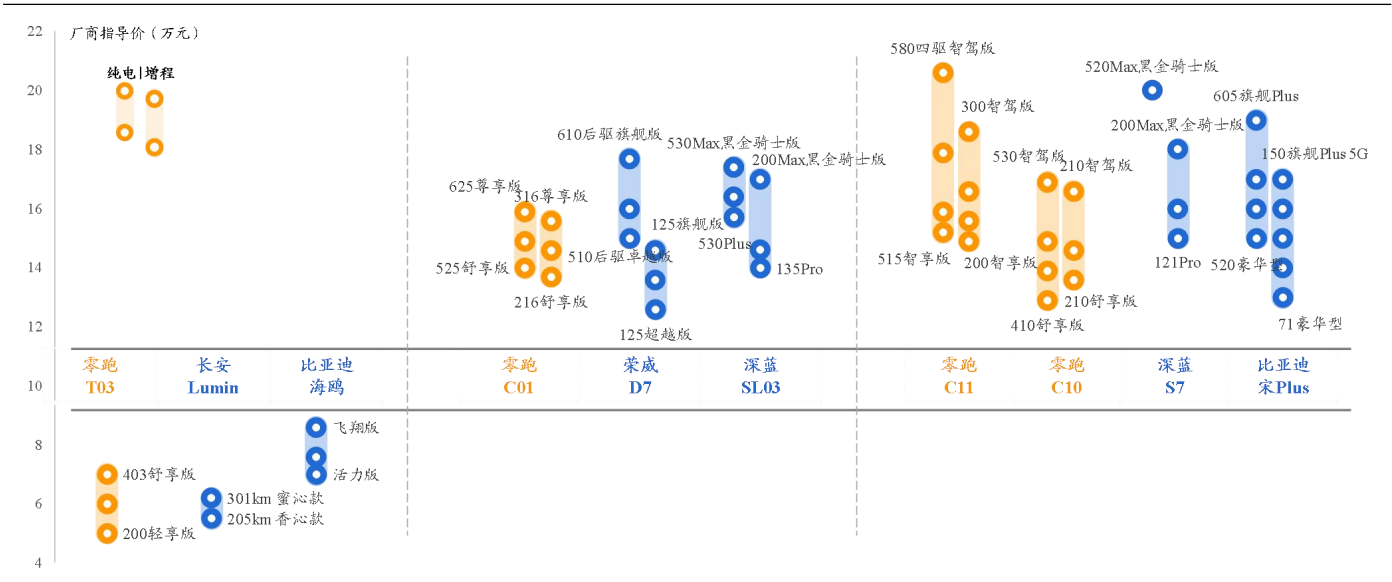
资料来源：ifind，国海证券研究所

2、成本领先优势构建核心竞争力

2.1、零跑成本优势来自架构的通用性和关键零部件的自研自制

零跑汽车定价策略坚持极致性价比，价格聚焦于 10-20 万元，2023 年实现“纯电+增程”双动力战略落地。目前在售车型有 T03(微型车)、C11(中型 SUV)、C01(中大型轿车)、C10(中型 SUV)，预售车型有 C16(中大型 SUV)。2023 年，零跑全年交付 14.4 万辆新能源汽车，同比增长 29.7%，C 系列车型全年交付 10.6 万辆，占全年总交付量超过 73.3%，产品结构持续改善。自 2019 年首款新能源汽车上市至 2023 年末，2021-2023 年交付量复合增长率为 81.5%。

图 8：零跑产品与竞品价格带对比



资料来源：汽车之家，国海证券研究所

零跑汽车成本控制能力强，产品定价在较低价格带下拥有同业相当毛利率。零跑汽车极致性价比的定价策略背后是对成本控制的能力体现，我们选择国内具有代表性的新势力车企：蔚来、小鹏汽车、理想汽车和零跑汽车，对比发现，零跑汽车在 2023Q4 与蔚来汽车、小鹏汽车交付量规模相近，尽管零跑产品所覆盖价格带和单车营收低于蔚来和小鹏，其季度毛利率均保持在 6%-8%。

表 1：零跑产品价格带、2023Q4 毛利率、交付量与“蔚小理”对比

单位：万元/万辆	产品价格带	2023Q4 单车营收	2023Q4 毛利率	2023Q4 交付量
零跑	4.99-20.98	9.54	6.73%	5.53
蔚来	29.80-80.00	34.18	7.48%	5.00
小鹏	13.89-44.99	21.69	6.20%	6.02
理想	24.98-52.98	31.66	23.45%	13.18

资料来源：ifind，各公司公告，国海证券研究所

2.1.1、成本优势来源 1：领先架构的灵活性与通用性

坚持整车六大核心板块自研，实现平台 88%通用率。零跑汽车最新的 LEAP3.0 整车技术架构，公司通过全域自研打通电子电气架构、智能座舱、智能驾驶、CTC2.0 电池底盘一体化技术、智能油冷电驱、整车架构六大核心技术模块。据零跑汽车公众号，四叶草中央集成式电子电气架构通用化率大于 90%、能够满足跨品类、跨尺寸、跨动力总成多种需求；CTC 电池底盘一体化技术与整车匹配度高可快速柔性化生产并可跨平台适配未来各级别、类型的车型，减少 20%的零部件数量；整车架构方面实现行业最高的 88%零部件通用化率，缩短 25%的平台车型开发周期，减少 40%平台车型整车投入。

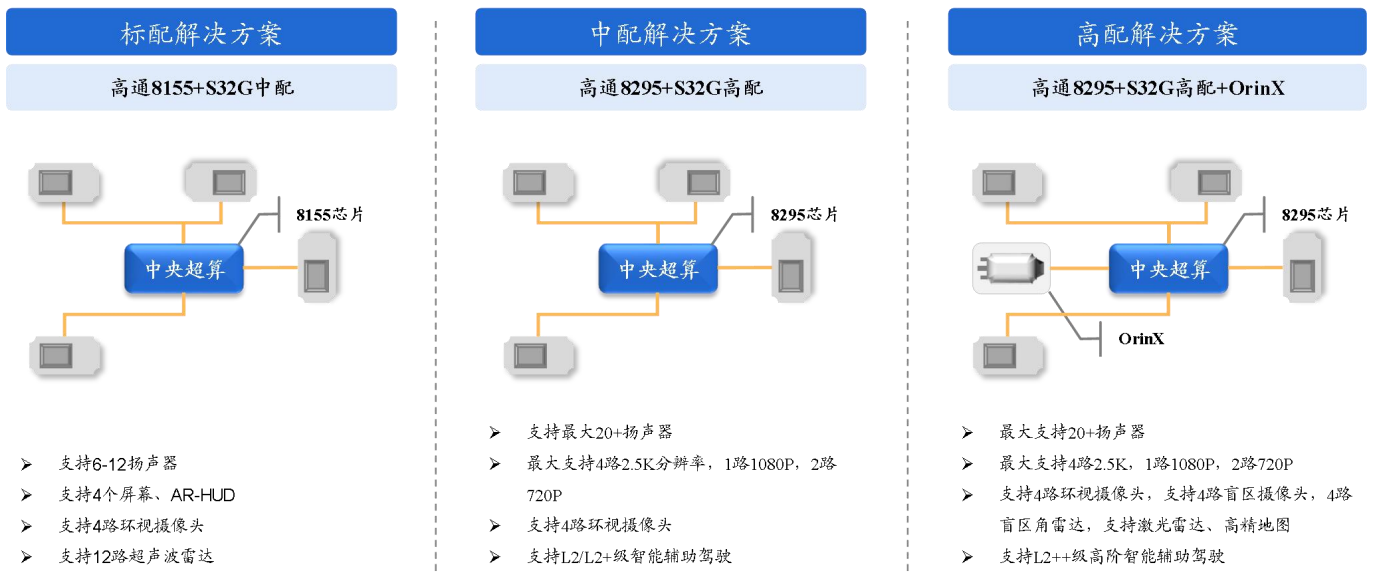
图 9：零跑全域自研



资料来源：零跑汽车公众号，国海证券研究所

四叶草电子电气架构四域合一平台，提供多种芯片组合方案，满足不同价格配置需求。四叶草中央集成式电子电气架构集座舱域、智驾域、动力域、车身域，通过由 1 颗 SOC 和一颗 MCU 芯片组成的中央超算进行控制。该架构提供三种不同配置方案，只需更改其中芯片型号就能轻松改变配置级别，灵活电子电气架构可根据车型目标群体及时调整，既满足价格敏感型客户需求，又为高预算客户提供更好的智能化体验，有助于零跑进一步拓宽产品矩阵，挖掘潜在市场。

图 10：【四叶草】架构三个芯片组合方案



资料来源：IT之家，新华网，国海证券研究所

2.1.2、成本优势来源 2：关键零部件的自研自制

全域自研助力降低汽车部件采购成本。据零跑汽车官网零跑汽车采取全域自研，占据整车成本约 60%的核心零部件实现自研自制，有效降低成本。以 C11 增程版为例，油冷增程发电机系统、电池包、智能电池管理系统、油冷电驱、智能驾驶传感器、控制器、整车控制系统等均为自研自产，主机厂和零部件供应商双重身份让零跑减少采购的资金成本、时间成本，让利于消费者。

核心零部件自研自制使零跑整车毛利率具有基数优势。在电池、电驱、电控等整车关键零部件方面，零跑独有的“全域自研”战略使得公司在企业发展前期，可以将供应链端利润让至整车，从而使得整车毛利率端相较于外采零部件的车企存在一定基数优势。

2.2、公司成本费用管控能力行业领先，2023 年全年毛利率转正

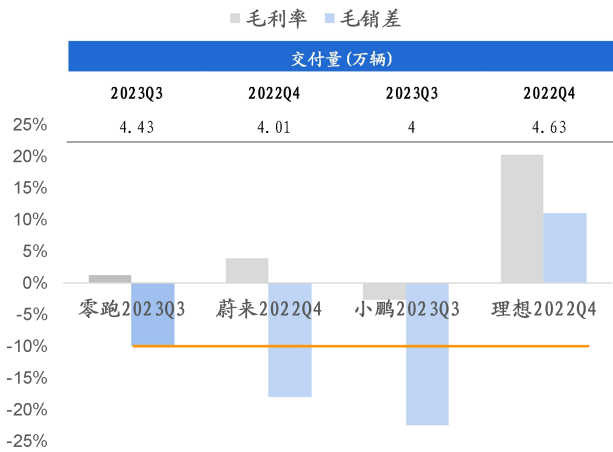
技术降本能力促进 2023 年全年毛利转正，全年毛利率为 0.5%。得益于产品结构改善和持续降本增效，零跑于 2023 年首次实现正毛利，随着规模效应释放及成本优势的提升，未来毛利率有望进一步改善。

2.2.1、零跑“毛销差”超过部分头部新势力

零跑汽车对成本控制能力处于领先水平。零跑汽车毛利率 2023 年 Q3、Q4 连续两个季度转正，对比同等销量规模时期“蔚小理”毛销差处于领先水平。2023Q3 零跑汽车交付 4.43 万辆，毛利率为 1.2%，头部新势力“蔚小理”在同等销量规模对应时期分别为 2022Q4/2023Q3/2022Q4，对应毛利率分别为 3.9%/-2.7%/20.2%。2023Q4 零跑汽车交付量首次达 5.53 万辆，毛利率为 6.7%，头部新势力“蔚小理”在同等销量规模对应时期分别为 2023Q3/2023Q4/2023Q1，对应毛利率分别为 8.0%/6.2%/ 20.4%。通过对比上述四家公司销量相近季度财务数据可知，零跑汽车毛利率介于小鹏和蔚来之间。

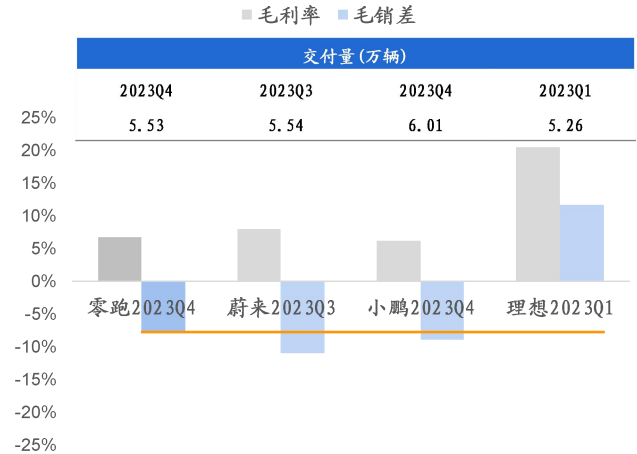
考虑到零跑汽车采用经销商分销模式，相比于直营模式，为消除经销模式的经销商返点和销售费用差异，我们采用毛销差进行更为准确的对比，即毛利率-SG&A 费用率。对比结果，零跑汽车在相同销售规模下毛销差仅次于理想汽车，领先于蔚来和小鹏汽车。

图 11: 季度交付 4 万辆规模时的毛利率/毛销差



资料来源: ifind, 各公司公告, 国海证券研究所

图 12: 季度交付 5-6 万辆规模时的毛利率/毛销差

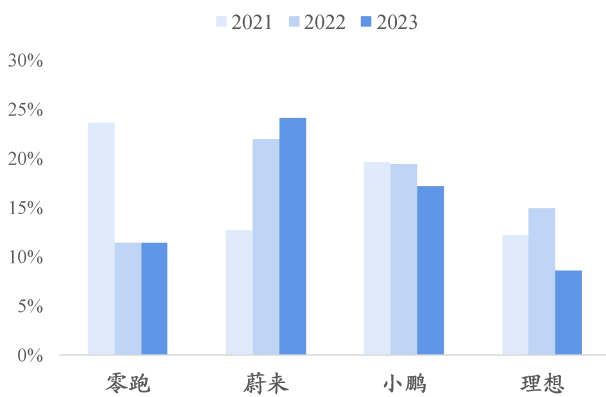


资料来源: ifind, 各公司公告, 国海证券研究所

2.2.2、费用端，零跑展现出优秀的控制能力

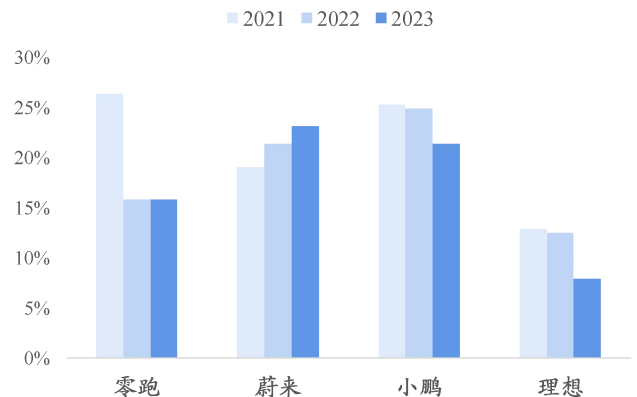
零跑汽车费用管控能力行业领先。与“蔚小理”横向对比看，零跑汽车的研发费率和 SG&A 费率低于蔚来和小鹏，2023 年零跑研发费率和 SG&A 费率为 11%/16%，低于小鹏的 17%/21%、蔚来的 24%/23%，略高于理想的 9%/8%。

图 13: 零跑研发费用率与“蔚小理”对比



资料来源: ifind, 各公司公告, 国海证券研究所

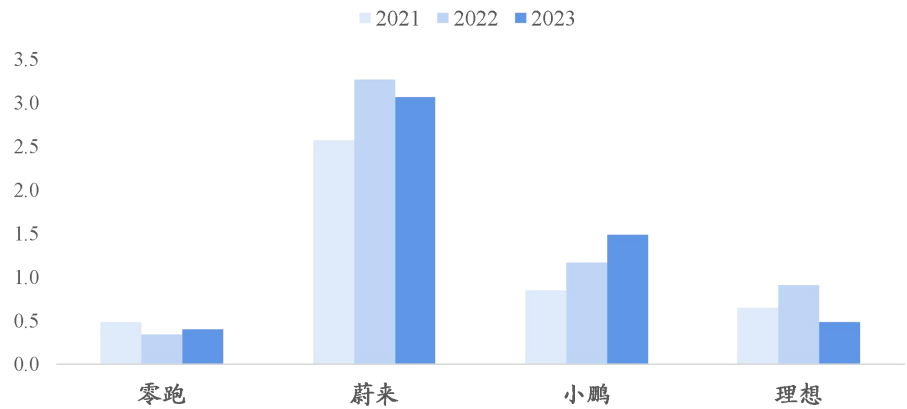
图 14: 零跑 SG&A 费用率与“蔚小理”对比



资料来源: ifind, 各公司公告, 国海证券研究所

零跑汽车在固定资产投资方面较同业更为克制，单车折旧摊销费用 2021-2023 年均 0.5 万元以内。

图 15: 零跑单车折旧摊销费用与“蔚小理”对比 (万元/辆)



资料来源: ifind, 零跑汽车官网, 国海证券研究所

2.3、性价比领先，零跑 2024 新品竞争力强

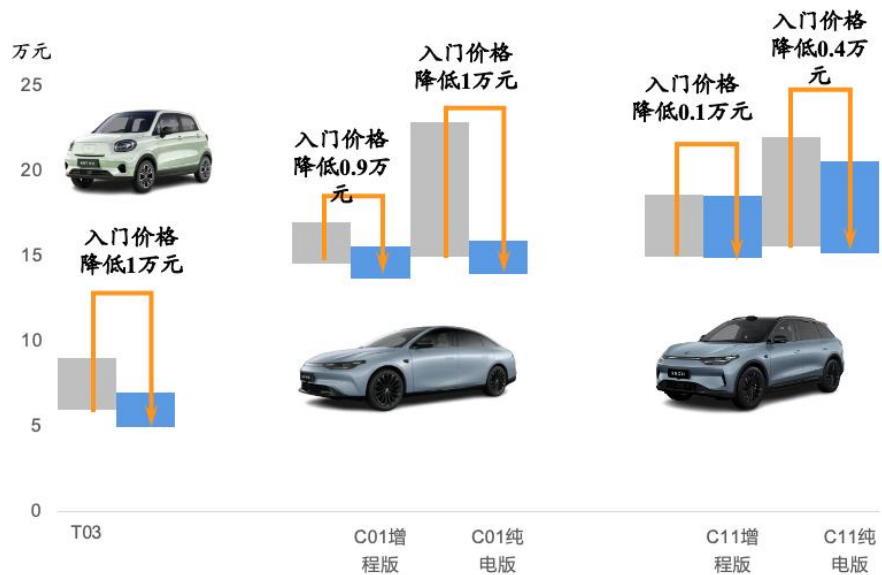
2.3.1、新产品极致性价比，产品定义高度吻合潜在用户群体需求

2024 年在售车型全部降价增配，价格下沉更贴近目标用户。2024 年 3 月 2 日零跑举行新车以及原有车型焕新发布会，全系在售车型定价均有所下调：

- 1) 零跑 T03 2024 款定价 4.99-6.99 万元，相较于 2023 款 5.99-8.99 万元的价格降低 1-2 万元；
- 2) 零跑 C11 2024 款，纯电版定价 15.18-20.58 万元，增程版定价 14.88-18.58 万元，相较于 2023 款纯电版 15.58-21.98 万元及增程版 14.98-18.58 万元的价格下降 0.1-0.4 万元；
- 3) 零跑 C01 2024 款中，纯电版定价 13.98-15.88 万元，增程版定价 13.68-15.58 万元，相较于 2023 款纯电版 14.98-22.88 万元及增程版 14.58-16.98 万元的价格下降 1 万元左右。

同时，各车型配置稳步提升，对智能化设备/悬架/车机系统等方面进行升级优化，夯实产品市场竞争力。公司持续让利，极致性价比对目标客户群体吸引力进一步增强。

图 16: T03、C01、C11 2024 款降价情况



资料来源: IT 之家, 爱卡汽车, 零跑汽车官网, 国海证券研究所

自研技术积累结合好而不贵的定价理念, 零跑实现产品极致性价比。2024 年 3 月发布的新车 C10 定位中型 SUV, 售价 12.88-16.88 万元, 在智能座舱和智能驾驶方面的配置高于同级别、同价格车型。C10 纯电高配版本搭载英伟达 Orin-X 芯片、高通 8295 芯片以及激光雷达仅售 16.88 万元, 相比同级别竞品比亚迪宋、深蓝 S7、小鹏 G6 都具有一定优势。

2.3.2、C16 成功切入 20 万级 3 排 SUV 小蓝海市场

“消费升级+增换购”驱动, 中大型 SUV 备受青睐, 但车价普遍 25 万元以上。家庭出行、增换购、消费升级等需求带动中大型系列车型热度快速攀升, 市场销量目前 20-30 万元级中大型 SUV 主攻家庭市场, 家庭汽车市场的消费者诉求有以下几点: 1) 空间大, 二排三排宽敞舒适, 后备箱空间充足。2) 舒适性好, 配备座椅通风、按摩, 以及各种舒适配置。3) 智能配置、娱乐配置丰富。配有智能座舱、高阶智能驾驶、后排娱乐大屏、高级音响等。4) 续航补能, 800V 碳化硅平台, 能耗经济。该市场目前有一些明星车型, 例如: 新能源车中五座的理想 L6/L7、小鹏 G9, 六座的理想 L8、问界 M7 等; 油车中丰田汉兰达、大众途昂、大众揽巡等, 但上述车型价格普遍在 25 万元以上。

零跑 C16 搭载越级配置, 强势切入 20 万级 3 排 SUV 市场。零跑 C16 定位中大型六座 SUV, 长 4915mm, 高 1770mm, 打造 MPV 的舒适体验; 满配搭载高通骁龙 8295P 智能座舱芯片、英伟达 Orin-X+激光雷达智驾方案, 纯电款标配全域 800V SiC 高压平台、搭载后排娱乐屏、21 扬声器等智能与豪华配置。在同类竞品价格普遍 25 万元以上的情况下, 零跑 C16 搭载众多前沿技术, 却能够保持 20 万元以下的价格展示出零跑产品出色的性价比, 在 20 万级 SUV 市场中具有较强竞争力。

图 17: C16 与 2024 款三排 SUV 竞品比较

注: 车型选择2024款

	零跑C16	比亚迪唐	问界M7	理想L8	大众途昂	丰田汉兰达
售价(万元)	预计<20万	17.98-26.98	26.98-32.98	32.18-37.98	24.90-40.50	27.48-34.88
座位数	6座	6/7座	6座	6座	7座	7座
2023.11-2024.04月均销量(辆)	-	9959	20240	8906	4563	5876
长*宽*高(mm)	4915/1905/1770	4870/1950/1725	5020/1945/1760	5080/1995/1800	5052/1989/1773	4965/1930/1750
轴距(mm)	2825	2820	2820	3005	2980	2850
动力形式	增程式/纯电动	插混/纯电动	增程式	增程式	汽油	油电混合
纯电续航(CLTC)	-	95(WLTC)/600	240	225	-	-
辅助驾驶芯片	英伟达Orin-X(高配)	-	-	地平线征程5/英伟达Orin-X	-	-
车机智能芯片	高通8295P(高配)	-	麒麟990A	高通8295P	-	-

资料来源: 汽车之家, 零跑汽车官网, 比亚迪汽车官网, 每日经济新闻, 爱卡汽车, 易车, 国海证券研究所

2.4、预计公司国内销量 2024/2025 年有望快速放量

基于公司车型销量趋势及新车规划, 综合竞品分析和比较, 我们预计零跑汽车 2024-2026 年国内销量分别为 24.6、36.3、45.7 万辆。

2024Q1, 公司交付车辆 3.3 万辆, 同比增长 217.9%。其中, C01/C11/T03 销量分别为 0.4/1.2/0.9 万辆, 同比分别+209%/+129%/+140%。全新车型 C10 一季度销量 7857 辆。展望 2024Q2, 随 2024 款 T03、C11、C01 分别于 3 月底、4 月底、5 月初开始交付及放量, 我们综合考虑季节因素, 认为公司整体销量有望实现回升且确定性较强。我们假设从 4 月开始 T03 稳态销量为月销 3200 辆、C11 稳态月销 5300 辆、C01 稳态月销 2000 辆、C10 稳态月销 8000 辆, 预计 2024 年 T03/C11/C01/C10 国内销量分别为 3.8、6.0、2.1、8.0 万辆。2024H2, 全新车型 C16 将正式交付, 我们预计 C16 稳态月销将达 7500 辆左右, 假设完整交付 6 个月, 2024 年销量为 4.5 万辆, 假设年底其他新车亮相, 预计会有少量车型交付。综上, 我们预计 2024 年国内销量为 24.6 万辆, 2025 年-2026 年在 2024 年销量基础上考虑公司新产品, 预计国内销量分别为 36.3、45.7 万辆。

表 2: 零跑汽车 2024 年-2026 年国内销量预测 (万辆)

	2023A	2024E	2025E	2026E
T03	3.8	3.8	3.8	3.8
C11	8.1	6.0	8.0	10.5
C01	2.5	2.1	1.9	2.0
C10	-	8.0	8.0	9.6
C16	-	4.5	9.0	11.7
其他	-	0.2	5.5	8.0
总计	14.4	24.6	36.3	45.7

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3、国际集团赋能下加速出海

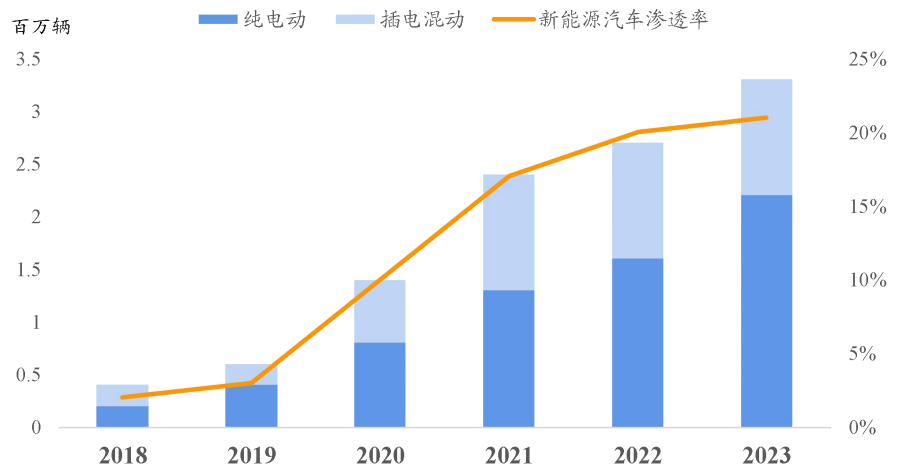
3.1、另辟蹊径，反向合资进军海外市场

3.1.1、欧洲新能源快速渗透，与中国新能源车企业合作符合双方利益

1) 欧洲新能源汽车销量逐年增加，是国内新能源车出口理想市场。根据国际能源机构（IEA）报告，2023 年欧洲新能源渗透率已达 21%，欧洲新能源车（插混和纯电汽车）销量从 2018 年的 40 万辆增长至 2023 年的 330 万辆，新能源车销量占比也从 2% 升至 21%，消费者对于新能源汽车的认知程度和接受度较高。德国成为继中国和美国之后，第三个在一年内注册 50 万辆新电池电动汽车的国家。2023 年法国/英国/荷兰/瑞典/挪威的电动汽车渗透率分别为 25%/25%/30%/60%/95%。

2) 目前国内乘用车市场竞争激烈，欧洲作为全球汽车销售的重要市场之一，且新能源产品需求稳步提升，对于中国新能源车企业来说，欧洲市场是理想的出口地区，有望成为车企成长的新引擎。

图 18：欧洲电动汽车销量及渗透率



资料来源：国际能源机构（IEA），国海证券研究所

3) 欧洲电动汽车定价高于国内，进入欧洲市场或帮助国内车企提高盈利能力。国内乘用车市场竞争激烈，相同产品起售价格在国内远低于欧洲。以法国为例，无论外资品牌还是自主品牌产品，大众 ID.4、特斯拉 model 3、比亚迪元 PLUS 等全球车型起售价均高于中国。据荣鼎咨询（Rhodium Group），比亚迪宋 PLUS、海豚、元 PLUS、极氪 X、极氪 001 等车型即使面对 30% 的关税仍有利可图。比亚迪宋 PLUS 在未额外加征关税前，欧盟单车利润达到 14000 欧元，加征关税后（按 30% 进口税计算）仍具有 4700 欧元的单车利润，而中国销售单车利润仅 1300 欧元，欧洲市场仍对中国品牌具有较强的吸引力。国内外的产品价格差距下单车盈利能力提高，可以为国内车企带来潜在利润空间。此外，中国新能源汽车在激烈市场竞争下，产品与技术迭代加快，且供应链完备，新能源产品成熟度较高，综合产品竞争力与外资品牌产品相比存在优势。

表 3: 中国与法国电动汽车起售价对比

车型	国内起售价 (万元)	法国起售价 (万元)	价格差
大众 ID.3	12.59	29.63	135%
大众 ID.4	14.98	34.31	129%
特斯拉 Model Y	24.99	35.09	40%
小鹏 G9	30.99	46.79	51%
比亚迪元 PLUS	11.98	29.63	147%
比亚迪海豚	9.98	26.51	166%

资料来源: 汽车之家, 各汽车品牌官网, 中国外汇交易中心, 国海证券研究所

注: 售价数据截至 2024/06/20

3.1.2、零跑汽车携手 Stellantis 开启海外成长阶段

零跑国际成立, 销售网络迅速扩张。零跑汽车成立于 2015 年, 截至 2024 年 5 月 31 日, 旗下现售 5 款车型 (包括预售中的 C16), 累计汽车交付量超过 37 万辆。2023 年 10 月 26 日 Stellantis 以约 15 亿欧元取得 21.07% 的零跑汽车股权 (截至 2023 年末, Stellantis 持有 21.26% 的零跑汽车股权), 2024 年 5 月 14 日零跑汽车与 Stellantis 合资的零跑国际公司正式成立。该公司由零跑汽车提供产品、技术, Stellantis 负责海外销售渠道, 是中国汽车行业首个反向合资的企业。据 Stellantis 全球 CEO 唐唯实, 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, 年内拓展包括 Stellantis&You 在内的 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, 2026 年将销售网络扩展至 500 家。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。

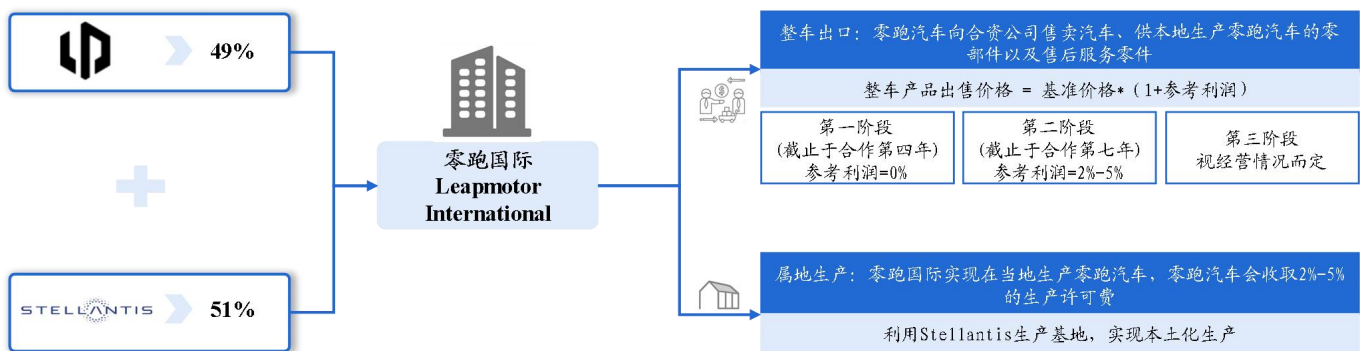
图 19: 零跑国际渠道及车型规划



资料来源: 零跑汽车官网, IT 之家, 21 世纪经济报道, 国海证券研究所

基于双方利益，打造创新出口模式。1) 合作模式，零跑国际由 Stellantis 主导，Stellantis 和零跑汽车的股权比例为 51:49。合作模式是零跑汽车向合资公司售卖汽车、以供制造本地生产的零跑汽车的零部件以及售后服务零件。2) 合作细节，整车产品出售价格为基准价格*(1+参考利润)。该合作模式分为三个阶段，第一阶段截止于开始合作的第四年，参考利润为 0、产品销售毛利率不低于 2023 上半年国内销售业务毛利率。第二阶段截止于开始合作的第 7 年，参考利润为 2%-5%，第三阶段参考利润将根据经营情况而定。售后服务的零件销售以成本加成基准计算，利润不低于第二阶段整车产品出售利润率。若零跑国际实现在当地生产零跑汽车，零跑汽车会收取 2%-5% 的生产许可费。3) 风险管理，该合作对于国际贸易中的风险有足够的应对空间，正常情况下合资公司会采用直接出口的形式出口，如果存在地缘政治、关税风险，零跑国际将基于 Stellantis 的全球制造网络进行生产、销售，规避风险。

图 20：零跑汽车与 Stellantis 集团合作模式



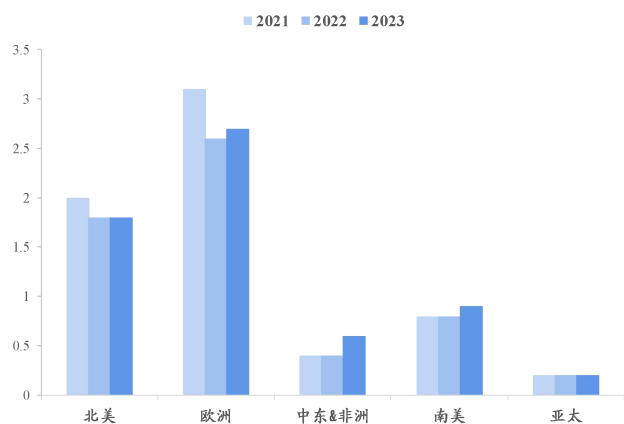
资料来源：零跑汽车公司公告，新浪财经，国海证券研究所

3.2、合作有利于零跑获得品牌、渠道加成，且降低贸易壁垒风险

3.2.1、享受国际集团的品牌助力

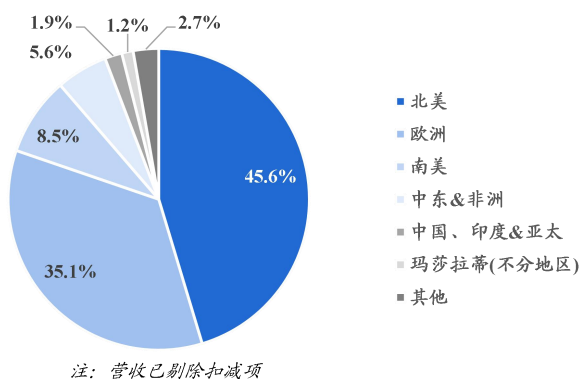
Stellantis 在海外具有很强的品牌影响力，能够辐射欧洲、美洲等重要市场。Stellantis 是由标致雪铁龙和菲亚特克莱斯勒集团在 2021 年按 50:50 的股比合并而来的汽车制造商以及出行服务公司，旗下拥有玛莎拉蒂、克莱斯勒、Jeep、菲亚特、标致、雪铁龙等 14 个汽车品牌以及两个出行服务品牌，是全球第四大汽车集团。2023 年营业收入达 1895 亿欧元，净利润 186 亿欧元，销量位居全球第四。2023 年欧洲纯电汽车销量增长 14%，在欧洲纯电市场占 14.2% 的市场份额，排名第三。Stellantis 在 30 多个国家开展生产制造业务，并在 130 多个国家和地区提供产品和服务。Stellantis 具有深厚影响的北美和欧洲市场是中国车企出海难度较高的地区，携手 Stellantis 有助于零跑开拓这两个重要市场。

图 21: 2023 年 Stellantis 分地区销量 (百万辆)



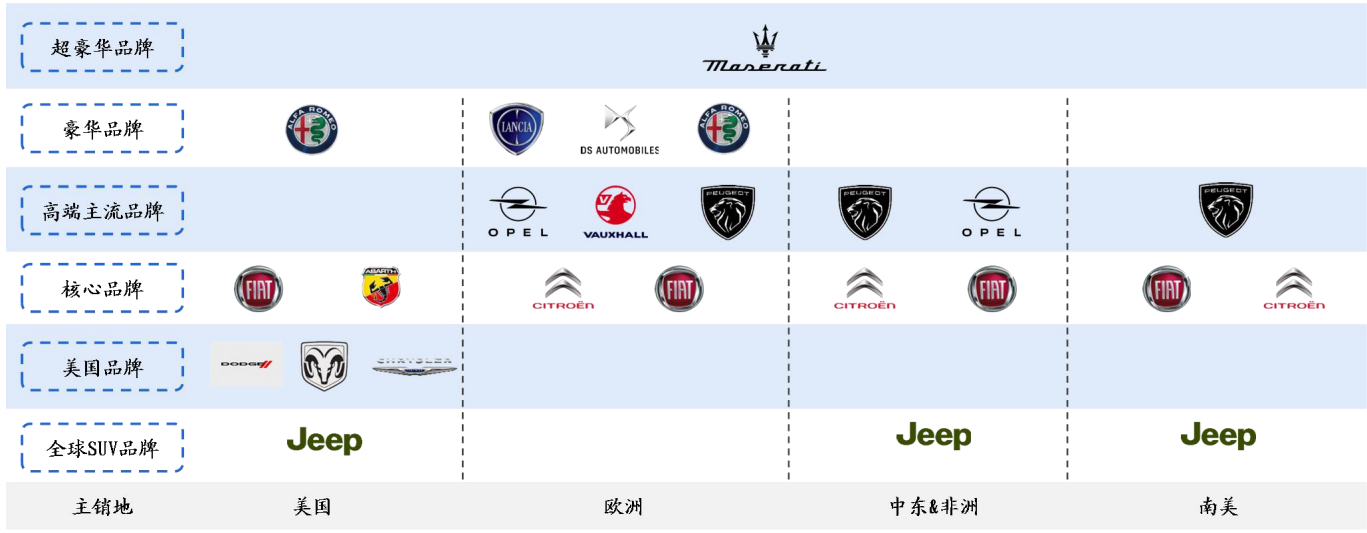
资料来源: Stellantis 公司公告, 国海证券研究所

图 22: 2023 年 Stellantis 分地区收入占比



资料来源: Stellantis 公司公告, 国海证券研究所

图 23: Stellantis 旗下品牌分布



资料来源: 界面新闻, Stellantis 官网, Stellantis 公司公告, 国海证券研究所

Stellantis 对零跑汽车所处价格区间销售经验丰富, 双方战略契合。根据 Stellantis 2023 年度报告, 从销量角度看, 欧洲、北美销量增长, 位居前二; 从营收角度看, 北美营收高于欧洲。经计算, 欧洲地区平均单车收入低于北美, 约 2.1 万欧元, 即 16 万元左右, 因此在欧洲 Stellantis 的主力车型定位应为经济型, 这一定位与零跑汽车相同, Stellantis 对销售这一定位的汽车有丰富经验积累。其次, Stellantis 的“Dare forward 2030”战略规划, 计划于 2030 年实现全球电动车销量达 500 万辆, 在欧洲出售的所有车型均为纯电动汽车、在美国出售的电动汽车占美国销量的一半, 零跑汽车作为一家致力于推动电动汽车研发和生产的公司, 两者战略目标契合, 开展合作有助于实现共赢。

表 4: 2023 年 Stellantis 各地区销量、营业收入、平均单车收入

地区	销量 (万辆)	营业收入 (亿欧元)	平均单车收入 (万欧元)
北美	180	865.00	4.33
欧洲	270	665.98	2.15
中东&非洲	60	105.60	2.64
南美	90	160.58	2.01
亚太地区	20	35.28	1.76
玛莎拉蒂及其他	3 (玛莎拉蒂)	63.00	-
合计	623	1895.44	-

资料来源: Stellantis 公司公告, 国海证券研究所

3.2.2、享受国际集团在海外渠道的助力

Stellantis 在世界各地尤其是欧洲具有很强的渠道优势。据 Stellantis 2023 年度报告, Stellantis 集团全球总销量达 623 万辆, 其中, 在北美/欧洲/中东&非洲/南美/中国&印度&亚太的销量分别为 180/270/60/90/20 万辆。欧洲的渠道主要由自有经销商、独立经销商、零售商和授权车间组成, 共有销售点逾 5500 个; 目前美国共有 2600 家经销商, Stellantis 批售给经销商, 由经销商零售车辆; 中东&非洲主要通过设立全国销售公司直接销售车辆, 共有逾 500 个销售点; 南美通过品牌经销商分销。深厚的销售渠道布局, 为零跑汽车的出口销售提供了有利条件。

图 24: Stellantis 全球销售网络分布



资料来源: Stellantis 公司公告, 零跑汽车公司公告, 国海证券研究所

3.2.3、降低贸易壁垒风险

轻资产汽车出口，降低车企出海难度和出海风险。通过与 Stellantis 建立合资公司，零跑汽车不需要在国外建设工厂也不需要当地铺设销售网络，与竞争车企相比具有时间和资金成本的优势。此外，近年国际贸易的不确定性增强，高额海外投资可能面临无法回收的风险。若国际局势变化，车辆的海外销售受限，轻资产模式可以有效减少损失。对于欧洲对产自中国的电动车额外征税，也可通过 Stellantis 海外生产网络规避。

表 5: 不同品牌出口模式、销售网络铺设所需时间

品牌	模式	销售网点	覆盖范围	所需时间
零跑	利用 Stellantis 销售渠道 (可 Stellantis 海外生产)	200 家	欧洲 9 国 比利时、法国、意大利等	7 个月 (2024.05-2024.12)
蔚来	直营门店	12 家	挪威、德国、荷兰、瑞典	约 22 个月 (2021.10-2023.07)
小鹏	直营+授权门店	10 家	丹麦、荷兰、挪威、瑞典	约 18 个月 (2022.02-2023.09)
长城	海外组装、建厂	长城欧亚工厂历时 5 年建成投产，收购所得的泰国工厂历时 7 个月投产		

资料来源: IT 之家, 小鹏汽车官网, 长城汽车官网, 国海证券研究所

据 Stellantis CEO 和零跑董事长朱江明, 2024-2026 年, 零跑国际核心销售车型为零跑 C10/T03 以及尚未正式亮相 A 系列产品, 主要销量贡献区域为欧洲市场。C10 及 A 系列 SUV 在欧洲核心竞品为大众 ID.4、ID.3、特斯拉 Model Y, T03 在欧洲核心竞品菲亚特 500e。

图 25: 公司即将出海产品与当地核心竞品对比



	零跑C10	大众ID.4	大众ID.3	Model Y	零跑T03	菲亚特500e
2023年欧洲销量 (万辆)	/	8.5	6.3	25.5	/	6.5
欧洲售价(万元)	12.88-16.88 (中国)	34.31-38.21	29.63-34.31	35.09-45.23	4.99-8.99 (中国)	23.71-26.44
长*宽*高(mm)	4739*1900*1680	4584*1852*1634	4261*1809*1561	4751*1978*1624	3620*1652*1605	3632*1683*1527
轴距(mm)	2825	2770	2765	2890	2400	2322
动力形式	增程式/纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
续航(WLTP)	210/410/530(CLTC)	364/550	432/574	455/514/533/600	200/310/403(CLTC)	190/320
电池充电	快充0.5小时 (30-80%)	快充0.28小时 (5-80%)	快充0.3小时 (5-80%)	快充1小时 (0-100%)	快充0.6小时 (30-80%)	快充0.58小时 (0-80%)

资料来源: 汽车之家, Marklines, 各汽车品牌官网, 国海证券研究所

3.3、预计海外汽车销量 2025 年快速增长

基于公司海外车型投放规划新车规划和竞品分析比较，我们预计零跑汽车 2024-2026 年海外销量分别为 0.5、6.8、11.3 万辆。

公司预计 2024 年 9 月正式进入欧洲市场开启销售，主销车型为 C10/T03，考虑到渠道扩展进度及出海模式的初步探索，我们预计 2024 年海外销量较少，T03/C10 分别为 3000 辆、1900 辆。2025 年-2026 年，主要销售车型为 C10/T03/A12/A03，我们预测 C10 及 A 系列稳态月销约 2300 辆，T03 稳态月销 3300 辆。2026 年随网点进一步扩张及新车型投放，新老车型销量逐步提升，我们预计 2026 年海外销量将达到 11.3 万辆。

表 6：零跑汽车 2024 年-2026 年海外销量预测（万辆）

	2024E	2025E	2026E
T03	0.3	4.0	5.0
C10	0.12	1.8	2.3
A12/A03 及其他	0.07	1.0	4.0
总计	0.49	6.8	11.3

资料来源：IT 之家，Wind，Marklines，电车人公众号，国海证券研究所

4、投资建议

核心逻辑：国内产品成本领先+海外市场快速开拓，公司有望持续向上。

国内业务：极致性价比打造市场稀缺爆款。公司产品矩阵日益完善，定价策略极致性价比，成本优势支撑其在 10-20 万元价格区间产品具有较高竞争力。我们根据已交付车型稳态月销量以及对新车型月销假设，预计公司 2024-2026 年国内车型销量分别为 24.6、36.3、45.7 万辆。

海外业务：2024 年初步探索 - 2025 年稳固合作 - 2026 年放量收获。公司海外业务进展顺利，与 Stellantis 集团合作高效推进。我们结合公司产品规划，预计 2024-2026 年海外销量分别为 0.5、6.8、11.3 万辆。

基于以上逻辑，我们预计公司 2024 年-2026 年国内外汽车业务营业收入为 319.16、529.97、701.34 亿元，对应归母净利润分别为-29.98、3.60、25.65 亿元，EPS 为-2.24、0.27、1.92 元，对应当前股价的 PS 估值分别为 1.1、0.7、0.5 倍，维持“增持”评级。

图 26：零跑汽车 2024 年-2026 年盈利预测

单位：亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	167.47	319.16	529.97	701.34
国内收入	166.43	315.06	474.95	604.40
YoY	35%	89%	51%	27%
国内销量(万辆)	14.4	24.6	36.3	45.7
海外收入	1.04	4.11	55.02	96.94
YoY	28%	295%	1239%	76%
海外销量(万辆)		0.5	6.8	11.3
营业成本	-166.66	-290.81	-449.23	-586.50
国内成本(测算)		-286.70	-394.21	-489.56
海外成本(测算)		-4.11	-55.02	-96.94
毛利	0.80	28.36	80.74	114.84
销售毛利率	0.5%	8.9%	15.2%	16.4%
销售费用	-17.95	-24.26	-31.81	-36.47
销售费用率	11%	8%	6%	5%
管理费用	-8.58	-10.05	-13.25	-14.03
管理费用率	5%	3%	3%	2%
研发费用	-19.20	-26.17	-37.11	-44.89
研发费用率	11%	8%	7%	6%
营业利润	-43.77	-30.53	0.88	22.29
零跑国际投资收益		-1.09	1.41	2.47
零跑国际营业收入	/	6.99	92.93	156.80
零跑国际营业成本	/	6.22	82.04	141.77
零跑国际净利润		-2.23	2.89	5.03
归属普通股股东净利润	-42.16	-29.98	3.60	25.65

资料来源：ifind，国海证券研究所

5、风险提示

- 1) **市场竞争加剧:** 汽车行业市场竞争激烈, 若竞争进一步加剧, 可能导致公司盈利能力减弱;
- 2) **新车销量不及预期:** 若其他车企采取降价销售措施、将降低零跑产品竞争力, 导致新车销量不及预期;
- 3) **海外合作发展不及预期:** 海外市场不确定性强, 双方合作进展不顺利可能导致海外业务发展不及预期;
- 4) **地缘政治因素导致海外市场盈利不及预期:** 受国际地方政策及加征关税等因素会影响现有盈利预测;
- 5) **对海外市场需求把握不精准风险:** 公司作为外来品牌进入海外市场, 存在对当地用户需求理解得不够全面等风险, 从而影响到产品在海外市场的销量不及预期;
- 6) **汇率波动风险:** 若汇率波动幅度大, 海外收入将受到影响。

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 2024.6.26 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	09863				股价:	27.00				投资评级:	增持				日期:	2024/06/26			
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%	-32%	4%	21%	EPS	-3.62	-2.24	0.27	1.92										
毛利率	0%	9%	15%	16%	BVPS	9.35	7.11	7.39	9.31										
期间费率	27%	19%	16%	14%	估值														
销售净利率	-25%	-9%	1%	4%	P/E	-9.86	-12.04	100.24	14.07										
成长能力					P/B	3.82	3.80	3.65	2.90										
收入增长率	35%	91%	66%	32%	P/S	2.85	1.13	0.68	0.51										
利润增长率	17%	29%	112%	612%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.70	1.11	1.71	1.96	营业收入	16747	31916	52997	70134										
应收账款周转率	12.83	34.04	49.85	55.19	营业成本	16666	29081	44923	58650										
存货周转率	9.61	17.44	21.85	20.39	营业税金及附加														
偿债能力					销售费用	1795	2426	3180	3647										
资产负债率	56%	67%	70%	68%	管理费用	858	1005	1325	1403										
流动比	1.61	1.30	1.25	1.31	财务费用	-157	-164	-150	-225										
速动比	1.29	1.04	1.00	1.05	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	-3213	-140	1945										
现金及现金等价物	11731	11170	14155	18292	权益性投资损益	4	-109	141	247										
应收款项	926	949	1178	1364	利润总额	-4216	-2998	379	2700										
存货净额	1719	1616	2496	3258	所得税费用	0	0	19	135										
其他流动资产	8093	8951	8769	8378	净利润	-4216	-2998	360	2565										
流动资产合计	22470	22684	26598	31292	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	3868	3767	3770	3868	归属于母公司净利润	-4216	-2998	360	2565										
在建工程					现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	735	1088	1423	1742	经营活动现金流	1082	1022	3351	4442										
长期股权投资	44	58	73	89	净利润	-4216	-2998	360	2565										
资产总计	28453	28934	33201	38328	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	1581	1581	1581	1581	折旧摊销	569	449	461	483										
应付款项	9847	11309	12479	13033	公允价值变动	788	79	-240	-401										
预收账款					营运资金变动	3941	3492	2770	1795										
其他流动负债	2526	4532	7261	9258	投资活动现金流	-4860	-1464	-246	-186										
流动负债合计	13954	17423	21320	23872	资本支出	-1394	-700	-800	-900										
长期借款及应付债券	892	892	892	892	长期投资	-3537	-814	185	184										
其他长期负债	1110	1110	1110	1110	其他	71	50	369	530										
长期负债合计	2002	2002	2002	2002	筹资活动现金流	8552	-129	-129	-129										
负债合计	15955	19424	23322	25874	债务融资	558	0	0	0										
股本	1337	1337	1337	1337	权益融资	7777	0	0	0										
股东权益	12498	9509	9879	12454	其它	217	-129	-129	-129										
负债和股东权益总计	28453	28934	33201	38328	现金净增加额	4782	-562	2986	4137										

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。