



买入(维持)

所属行业: 非必需性消费/汽车
当前价格(港币): 22.65元

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

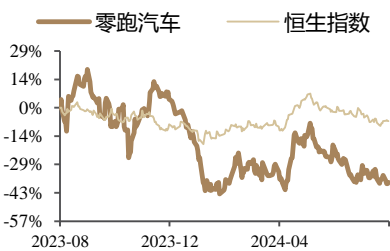
资格编号: S0120523120002
邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

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(%)	-1.95	-23.09	-27.40
相对涨幅(%)	3.09	-18.45	-17.10

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《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》, 2024.6.14

零跑汽车(09863.HK): 2024Q2 毛利率转正, 出海进程稳步推进

投资要点

- **零跑汽车发布 2024 年中期业绩。**2024Q2 公司实现营收 53.6 亿元, 同比+22.6%, 环比+53.7%; 归母净利润-12.0 亿元, 同环比略有增亏。从盈利能力来看, 2024Q2 公司毛利率为 2.8%, 同比+8.0pct, 环比+4.1pct。从单车数据看, 2024Q2 单车 ASP 测算约为 10.1 万元, 同/环比分别-2.8/-0.4 万元; 单车归母净利润测算约为-2.2 万元, 同/环比分别+1.1/+0.8 万元。2024Q2 业绩环比下滑预计由于公司行政、研发开支环比提升较多, 2024Q2 行政/研发开支环比分别+112.3%/+34.9%。
- **看好公司新车放量&出海弹性:** 1) **订单表现较好, 新车销量可期:** 7 月当月净增订单超 2.8 万辆, 公司预计 2024Q3 销量环比 2024Q2 有大幅度提升。目前立项在研 7 款全新车型, 2024 年 10 月巴黎车展将亮相 B 平台的首款全球化车型 B10, 该款车面向最大的细分市场, 将采用零跑最新技术架构 LEAP 3.5。2) **出海进程稳步推进:** 截至目前, 已有近 2,000 台 C10 和 T03 通过海路陆续被运往欧洲。零跑国际计划自 2024 年 9 月起在欧洲开始销售与交付 C10 与 T03, 目前这两款产品均已获得欧盟 WVTA 认证。零跑国际计划于今年年底前在欧洲拓展 200 家以上销售网点, 并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家。2024 年第四季度, 零跑国际将进军亚太、中东、非洲及南美洲市场。
- **公司智能驾驶进程提速。**公司 2024Q2 研发开支 7.0 亿元, 环比+34.9%。在已经实现了高速 NAP, 及城市 NAC 智驾功能基础上, 公司正在实施“端到端大模型”智驾系统的研发, 今年和后续一段时间内, 将持续加大该方向的投入。2024 年公司成立了“智能技术研究院”, 并计划将现有团队扩大至约 500 人左右的规模, 着重开发智驾相关的算法及应用技术。公司计划在 2024 年下半年推出更高阶的智驾以及进一步的功能优化, 包括开放道路点对点通勤能力以及停车场记忆泊车等, 并计划在 2025 年内, 推出基于端到端智驾大模型的城市智驾功能(CNAP)。
- 考虑到市场竞争加剧, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营收分别为 274.9、472.2、682.8 亿元, 对应的归母净利润分别为-41.8、-25.6、1.3 亿元。基于 2024 年 8 月 15 日收盘价, 对应 PS 分别为 1.0、0.6、0.4 倍, 维持“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。

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):	20.550-43.250
总市值(百万港元):	30,282.28
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

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025	2026
营业收入(百万元)	12385	16747	27491	47215	68283
(+/-)YOY(%)	295.41%	35.22%	64.16%	71.74%	44.62%
净利润(百万元)	-5109	-4216	-4179	-2558	128
(+/-)YOY(%)	-79.53%	17.47%	0.88%	38.80%	105.02%
全面摊薄 EPS(元)	-3.82	-3.15	-3.13	-1.91	0.10
毛利率(%)	-15.43%	0.48%	5.50%	9.00%	11.50%
净资产收益率(%)	-61.86%	-33.74%	-50.21%	-44.32%	2.17%

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

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	-3.13	-1.91	0.10
每股净资产	9.35	6.23	4.32	4.42
每股经营现金流	0.81	-0.05	0.95	2.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	-9.06	-6.66	-10.88	216.85
P/B	3.51	3.34	4.82	4.71
P/S	2.62	1.01	0.59	0.41
EV/EBITDA	-9.09	-4.57	-7.00	-127.60
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	0.48%	5.50%	9.00%	11.50%
净利润率	-25.18%	-15.20%	-5.42%	0.19%
净资产收益率	-33.74%	-50.21%	-44.32%	2.17%
资产回报率	-14.82%	-13.82%	-7.39%	0.30%
投资回报率	-29.21%	-40.70%	-33.67%	-4.74%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	35.22%	64.16%	71.74%	44.62%
EBIT 增长率	16.14%	-4.20%	33.18%	85.10%
净利润增长率	17.47%	0.88%	38.80%	105.02%
偿债能力指标				
资产负债率	56.1%	72.5%	83.3%	86.1%
流动比率	1.6	1.2	1.0	1.0
速动比率	1.3	0.9	0.8	0.7
现金比率	0.8	0.6	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.1	15.6	14.3	14.6
存货周转天数	37.5	29.4	26.1	26.0
总资产周转率	0.7	0.9	1.5	1.8
固定资产周转率	4.7	6.5	9.8	12.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
净利润	-4216	-4179	-2558	128
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	86	-194	-678
营运资金变动	3941	3773	3729	3939
经营活动现金流	1082	-62	1274	3719
资产	-1394	-1100	-1000	-900
投资	-3537	-60	-60	-60
其他	71	226	305	804
投资活动现金流	-4860	-934	-755	-156
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	-689	813	3842

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 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	27491	47215	68283
营业成本	16666	25979	42966	60431
毛利率%	0.48%	5.50%	9.00%	11.50%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1795	2200	2900	3600
营业费用率%	10.72%	8.00%	6.14%	5.27%
管理费用	858	1000	1100	1210
管理费用率%	5.12%	3.64%	2.33%	1.77%
研发费用	1920	2880	3600	4300
研发费用率%	11.46%	10.47%	7.62%	6.30%
EBIT	-4373	-4557	-3045	-454
财务费用	-157	-378	-488	-582
财务费用率%	-0.94%	-1.38%	-1.03%	-0.85%
资产减值损失				
投资收益	4	0	300	800
营业利润	-4491	-4568	-3351	-1257
营业外收支				
利润总额	-4216	-4179	-2558	128
EBITDA	-3804	-4299	-2748	-124
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	-4179	-2558	128

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
货币资金	11731	11043	11856	15697
应收账款及应收票据	926	1451	2295	3224
存货	1719	2526	3700	5036
其它流动资产	8093	8293	9059	10183
流动资产合计	22470	23313	26910	34141
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	6919	7681	8312
资产总计	28453	30231	34591	42452
短期借款	1581	1881	2181	2481
应付票据及应付账款	9847	13856	18618	23836
预收账款				
其它流动负债	2526	3821	5571	7682
流动负债合计	13954	19558	26371	33999
长期借款	892	992	1092	1192
其它长期负债	1110	1358	1358	1358
非流动负债合计	2002	2349	2449	2549
负债总计	15955	21908	28820	36549
实收资本	1337	1337	1337	1337
普通股股东权益	12498	8324	5771	5903
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	28453	30231	34591	42452

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：	类别	评级	说明
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；	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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。