

研究所:

证券分析师:

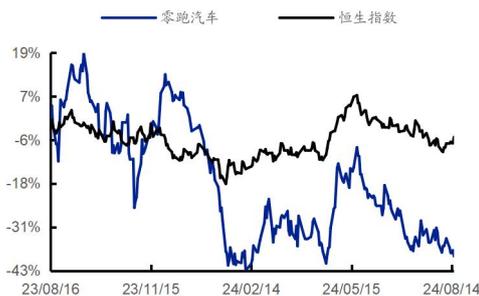
戴畅 S0350523120004

daic@ghzq.com.cn

2024Q2 营收销量恢复，出海业务如期推进

——零跑汽车（09863）2024 年中报业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/16

表现	1M	3M	12M
零跑汽车	-9.3%	-28.6%	-39.2%
恒生指数	-1.7%	-10.0%	-4.9%

市场数据

2024/08/16

当前价格 (港元)	22.05
52 周价格区间 (港元)	19.60-43.25
总市值 (百万港元)	29,480.10
流通市值 (百万港元)	24,616.93
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)	61.18
近一月换手 (%)	0.19

相关报告

《零跑汽车（09863）深度报告：自研自制优势已现，海外合资盈利可期（增持）*乘用车*戴畅》——2024-06-26

《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

事件:

零跑汽车 2024 年 8 月 15 日发布 2024 年上半年业绩公告：2024H1 实现营收 88.45 亿元，同比+52.2%；实现归母净利润-22.12 亿元，相比 2023H1 的-22.76 亿元亏损基本持平。

投资要点:

■ 2024Q2 公司营收稳步提升，毛利率环比修复，单车营收 Q2 承压。

1)2024Q2 公司实现营收 53.59 亿元，同/环比为+22.62%/+53.73%。因为 2024 年 3 月新款 2024 车型销量逐月攀升，公司 2024Q2 毛利率相比 2024Q1 的-1.4%改善至 2.8%。2024Q2 单车 ASP 为 10.1 万元，同比下降 2.8 万元，环比下降 0.4 万元。单车 ASP 有所承压原因在于 2024 年新旧车型切换，公司进行让价，但随 2023 款车型完成库存清理和 C16 车型逐渐交付，预计 2024 年下半年单车 ASP 将有所提高。2)费用端，2024Q2 公司的研发/销售/行政费用率分别为 13.09%/8.86%/5.52%，同比分别为+3.69pct/-0.92pct/+0.6pct，环比分别为-1.83pct/-3.41pct /+1.52pct，研发费率同比上升主要原因系：新车型及零部件研发项目增加；智能驾驶技术投入的增加。营收端受 ASP 承压影响，叠加研发费用提高因素导致 2024Q2 净利润亏损同环比增加，2024Q2 归母净利润-11.99 亿元。

■ 二季度整体销量回升，新产品仍有销量增长空间。

公司 2024Q2 总销量 5.33 万辆，同/环比分别为+56.76%/+59.49%。分车型看 C10 自 3 月上市以来，单季度销量达 1.62 万台；C16 于 6 月正式发布，首月即获超 10,000 辆大定订单，在 20 万元内 6 座 SUV 市场性价比优势明显，新款车型叠加 LEAP 3.0 技术架构等技术革新，2024Q2 销量逐月攀升。公司计划于 2024 年 10 月巴黎车展亮相 B 平台首款车型 B10，该车将搭载全新 LEAP 3.5 技术架构，面向主流乘用车消费细分市场。据华尔街见闻，B10 预计 2025Q2 正式交付，届时将进一步支撑零跑明年的销量目标。截至 2024 年 6 月底，公司共有 474 家销售门店、328 家服务门店，覆盖 187 个城市。据公司 2024 年中期业绩公告，下半年公司渠道扩展将提速，下沉至县级市场，辅以全链路数字化营销服务系统，力促用户满意度提升。

■ 全球化布局如期推进，欧洲首批车型发运已完成。

自 2024 年 5

月 14 日零跑汽车与 Stellantis 成立合资公司零跑国际后，双方合作迅速推进。7 月 30 日，首批零跑 C10 和 T03 电动车从上海港出口至欧洲并已获得欧盟 WVTA 认证。零跑国际定于 9 月起在欧洲正式销售并交付 C10 与 T03，同期将举办为期四天的媒体试驾活动，以增强品牌曝光。公司规划于 2024Q4 进军亚太、中东、非洲及南美市场，扩大全球范围影响力。为规避欧洲关税影响并降低成本，零跑计划利用 Stellantis 在波兰 Tychy 的工厂进行本地化生产。双方基于优势互补，互利双赢，随未来海外业务逐步兑现，公司盈利能力将得到进一步改善。此外，公司作为 Tier1 供应商的零部件外销业务预计在未来两年有所兑现并推动利润提升。

- **盈利预测和投资评级** 考虑到公司业务正处于扩张投入期，加大研发投入力度，同时 2024Q2 单车 ASP 承压影响，我们下调公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 277.13、477.90、641.94 亿元，同比增速为 65%、72%、34%；实现归母净利润-42.44、-27.31、0.56 亿元，同比增亏、减亏、扭亏；EPS 为-3.17、-2.04、0.04 元，对应当前股价的 PS 估值分别为 1.0、0.6、0.4 倍。随公司内部高定价车型 C16 交付提升，我们预计公司未来 ASP 有所恢复，同时公司出海业务按计划推进，有望在未来对公司整体业绩有正向贡献，因此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
营业收入（百万元）	16747	27713	47790	64194
增长率(%)	35	65	72	34
归母净利润（百万元）	-4216	-4244	-2731	56
增长率(%)	17	-1	36	102
摊薄每股收益（元）	-3.15	-3.17	-2.04	0.04
ROE(%)	-34	-51	-49	1
P/E	/	/	/	480.74
P/B	3.51	3.28	4.90	4.85
P/S	2.62	0.98	0.57	0.42
EV/EBITDA	/	/	/	43.44

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 2024.8.17 实时汇率，1 港元=0.92 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 2024.8.17 实时汇率，1 港元=0.92 元人民币）

证券代码:	09863		股价:	22.05	投资评级:	增持		日期:	2024/08/16
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%	-51%	-49%	1%	EPS	-3.62	-3.17	-2.04	0.04
毛利率	0%	5%	9%	13%	BVPS	9.35	6.18	4.14	4.18
期间费率	27%	21%	16%	14%	估值				
销售净利率	-25%	-15%	-6%	0%	P/E	/	/	/	480.74
成长能力					P/B	3.51	3.28	4.90	4.85
收入增长率	35%	65%	72%	34%	P/S	2.62	0.98	0.57	0.42
利润增长率	17%	-1%	36%	102%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.70	1.01	1.76	2.20	营业收入	16747	27713	47790	64194
应收账款周转率	12.83	31.67	50.69	55.57	营业成本	16666	26348	43561	56019
存货周转率	9.61	16.55	22.43	20.25	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	1795	2106	2867	3338
资产负债率	56%	69%	80%	82%	管理费用	858	873	1195	1284
流动比	1.61	1.27	1.06	1.03	财务费用	-157	-164	-100	-107
速动比	1.29	1.02	0.81	0.78	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	-4441	-3179	-555
现金及现金等价物	11731	9185	9449	10803	营业外净收支				
应收款项	926	824	1062	1248	利润总额	-4216	-4244	-2731	56
存货净额	1719	1464	2420	3112	所得税费用	0	0	0	0
其他流动资产	8093	8517	8444	8113	净利润	-4216	-4244	-2731	56
流动资产合计	22470	19989	21374	23277	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	-4244	-2731	56
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	-1156	657	1691
长期股权投资	44	58	73	89	净利润	-4216	-4244	-2731	56
资产总计	28453	26271	28010	30346	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	10246	12100	12449	公允价值变动	788	97	-218	-376
预收账款					营运资金变动	3941	2543	3145	1527
其他流动负债	2526	3935	6547	8474	投资活动现金流	-4860	-1266	-268	-211
流动负债合计	13954	15763	20229	22503	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	1358	1358	1358	其他	71	248	347	505
长期负债合计	2002	2249	2249	2249	筹资活动现金流	8552	-129	-129	-129
负债合计	15955	18012	22478	24753	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	8258	5532	5593	其它	217	-129	-129	-129
负债和股东权益总计	28453	26271	28010	30346	现金净增加额	4782	-2547	264	1355

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。