



# 零跑汽车 (09863.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

## 零跑汽车 24Q2 财报点评：整体符合预期，静待出海兑现+毛利扭转

### 业绩点评：

8月15日，零跑汽车发布24Q2财报：

1、营收：24Q2零跑交付汽车53,286辆，同/环比+56.8%/+59.5%，Q2营收53.6亿元，同/环比+22.6%/+53.7%。我们计算Q2单车ASP 10.06万元，同/环比-21.8%/-3.6%。

2、利润：24Q2毛利1.48亿元，较去年同期有所改善；毛利率2.8%，同/环比+8%/+4.2pct。H1毛利1.0亿元，毛利率1.1%。我们计算Q2单车毛利0.28万元，同/环比-141.4%/-293.3%。Q2归母净利润-12.0亿元，同/环比+4.9%/+18.4%；H1归母净利润-22.1亿元，同比-2.8%。我们计算Q2单车净利-2.25万元，同/环比-33.1%/-25.8%。

3、费用率：24Q2研发/销售/管理费用分别为7.0/4.8/3.0亿元，同比+70.6%/+11.2%/+157.4%，环比+34.8%/+11.0%/+112.9%，研发/销售/管理费用率分别为13.1%/8.9%/5.5%，环比-1.8%/-3.4%/-1.5pct。

### 经营分析与展望：

1、公司业绩整体符合预期。1)毛利环比提升来自规模效应放量：得益于公司C10及改款T03、C11等新车放量，公司Q2销量5.3万辆，已接近23Q4，拉动毛利率环比扭亏；2)毛利相对23Q4下降，主要来自于公司折扣，属正常现象。叠加市场竞争加剧下公司采取折扣政策，公司Q2单车ASP下降至10.06万元，部分压缩了盈利空间。

### 2、展望后续：关注国内盈利&反向出海的两点兑现。

1)公司盈利确定性强：规模效应上，公司新车C16上市预计月销向上，同时以旧换新政策公司为主要获益者；目前公司周订单已突破8k，预计月销有望突破3万辆，拉动毛利持续恢复。车型结构上，旗舰C16上市、C10/C11持续放量，目前T03月销已稳定在3000+水平，占比将逐渐稀释，车型结构优化下毛利仍确定向上，我们预计全年毛利率将恢复至6%水平。

2)反向出海在于落地兑现。反向模式下公司海外生产、销售均有保障，将成为公司25-26年净利转正的重点：考虑本地化生产，我们测算在海外单车投资收益约1.36万元，若25年海外销售8万辆，则将带来近11亿元的投资收益。按照规划公司出海速度、布局均是超预期的，核心在于兑现。目前公司反向出海进展顺利，STLA支持力度较强，不及预期的可能性低，建议重点关注。

### 盈利预测、估值和评级

零跑作为港股新势力，之前一直被市场忽视，我们认为，公司的精细化管理能力和合资出海模式的锐度，是最大的预期差，建议重点关注。本次Q2业绩公司表现符合预期，考虑后续规模效应提升冲抵折扣，与Stellantis合作出海潜力巨大，我们维持原有24/25年24.8/47.9万辆销量预测不变，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

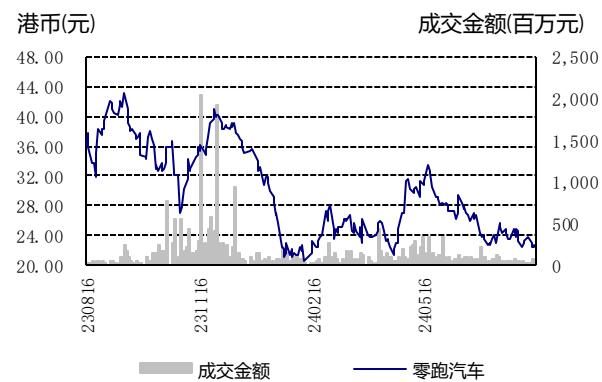
### 汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)  
chenchuanhong@gjzq.com.cn

市价 (港币)：22.650元

### 相关报告：

1.《零跑汽车首次覆盖：精细化管理构筑性价比优势，反向出海拉动盈利...》，2024.7.6



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,385	16,747	30,100	57,171	81,267
营业收入增长率	295.4%	35.2%	79.7%	89.9%	42.1%
归母净利润(百万元)	-5,109	-4,216	-3,482	-786	1,619
归母净利润增长率	-79.53%	17.47%	17.42%	77.42%	305.88%
摊薄每股收益(元)	-4.89	-3.62	-2.60	-0.59	1.21
每股经营性现金流净额	-2.10	0.81	1.01	5.74	5.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	-61.86%	-33.74%	-38.58%	-9.53%	16.39%
P/E	-6.18	-9.86	-10.89	-48.20	23.41
P/B	4.18	3.82	4.20	4.59	3.84

来源：零跑汽车年报、国金证券研究所



## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	3,132	12,385	16,747	30,100	57,171	81,267	货币资金	4,338	6,949	11,731	10,612	16,795	24,081
增长率	396.1%	295.4%	35.2%	79.7%	89.9%	42.1%	应收账款	1,203	2,070	1,348	2,425	4,605	6,546
主营业务成本	4,520	14,296	16,666	28,267	51,897	72,142	存货	749	1,749	1,719	2,356	4,325	6,012
%销售收入	144.3%	115.4%	99.5%	93.9%	90.8%	88.8%	其他流动资产	2,665	2,870	7,671	11,372	17,432	23,047
毛利	-1,388	-1,911	80	1,833	5,274	9,125	流动资产	8,955	13,638	22,470	26,764	43,158	59,686
%销售收入	-44.3%	-15.4%	0.5%	6.1%	9.2%	11.2%	%总资产	71.5%	70.8%	79.0%	79.4%	84.7%	87.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	19	30	44	54	64	74
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,929	3,208	3,868	4,432	4,938	5,395
销售费用	428	1,114	1,795	2,348	3,087	4,047	%总资产	15.4%	16.6%	13.6%	13.2%	9.7%	7.9%
%销售收入	13.7%	9.0%	10.7%	7.8%	5.4%	5.0%	无形资产	467	868	735	851	956	1,050
管理费用	398	842	858	1,084	1,338	1,742	非流动资产	3,572	5,629	5,984	6,923	7,795	8,606
%销售收入	12.7%	6.8%	5.1%	3.6%	2.3%	2.1%	%总资产	28.5%	29.2%	21.0%	20.6%	15.3%	12.6%
研发费用	740	1,411	1,920	2,304	3,001	4,177	<b>资产总计</b>	<b>12,526</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>33,688</b>	<b>50,953</b>	<b>68,291</b>
%销售收入	23.6%	11.4%	11.5%	7.7%	5.3%	5.1%	短期借款	340	1,019	1,581	2,181	2,781	3,381
息税前利润 (EBIT)	-2,868	-5,215	-4,373	-3,664	-932	1,364	应付款项	2,596	5,987	9,847	15,704	28,832	40,079
%销售收入	-91.6%	-42.1%	-26.1%	-12.2%	-1.6%	1.7%	其他流动负债	1,393	2,252	2,526	4,575	8,690	12,353
财务费用	-22	-106	-157	-182	-145	-255	流动负债	4,330	9,257	13,954	22,460	40,303	55,812
%销售收入	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	534	773	892	1,092	1,292	1,492
投资收益	0	12	4	107	1,089	2,073	其他长期负债	433	978	1,110	1,110	1,110	1,110
%税前利润	0.0%	-0.2%	-0.1%	-3.1%	-138.4%	128.0%	<b>负债</b>	<b>5,296</b>	<b>11,009</b>	<b>15,955</b>	<b>24,662</b>	<b>42,704</b>	<b>58,414</b>
营业利润	-2,956	-5,280	-4,491	-3,902	-2,152	-841	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,230</b>	<b>8,259</b>	<b>12,498</b>	<b>9,026</b>	<b>8,249</b>	<b>9,877</b>
营业利润率	-94.4%	-42.6%	-26.8%	-13.0%	-3.8%	-1.0%	其中：股本	1,012	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337
营业外收支							未分配利润	6,218	7,116	11,170	7,697	6,921	8,549
税前利润	-2,846	-5,109	-4,216	-3,482	-786	1,619	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	-90.9%	-41.3%	-25.2%	-11.6%	-1.4%	2.0%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,526</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>33,688</b>	<b>50,953</b>	<b>68,291</b>
所得税	0	0	0	0	0	0							
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							
净利润	-2,846	-5,109	-4,216	-3,482	-786	1,619							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-2,846</b>	<b>-5,109</b>	<b>-4,216</b>	<b>-3,482</b>	<b>-786</b>	<b>1,619</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	-2,846	-5,109	-4,216	-3,482	-786	1,619	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	-3.03	-4.89	-3.62	-2.60	-0.59	1.21
非现金支出	552	871	788	-186	-1,154	-2,124	每股净资产	5.41	7.23	9.35	6.75	6.17	7.39
非经营收益							每股经营现金净流	-0.76	-2.10	0.81	1.01	5.74	5.84
营运资金变动	1,065	1,456	3,941	4,493	9,032	7,667	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,019</b>	<b>-2,400</b>	<b>1,082</b>	<b>1,346</b>	<b>7,680</b>	<b>7,812</b>							
资本开支	-1,525	-1,418	-1,394	-1,200	-1,200	-1,200	<b>回报率</b>						
投资	-1,622	-26	-3,537	-2,260	-2,260	-2,260	净资产收益率	-39.36%	-61.86%	-33.74%	-38.58%	-9.53%	16.39%
其他	144	152	71	239	1,221	2,205	总资产收益率	-22.72%	-26.52%	-14.82%	-10.34%	-1.54%	2.37%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,003</b>	<b>-1,292</b>	<b>-4,860</b>	<b>-3,221</b>	<b>-2,239</b>	<b>-1,255</b>	投入资本收益率	-35.39%	-51.89%	-29.21%	-29.79%	-7.56%	9.25%
股权募资	10,422	5,688	7,777	0	0	0	<b>增长率</b>						
债权募资	-1,492	795	558	800	800	800	主营业务收入增长率	396.13%	295.41%	35.22%	79.74%	89.94%	42.15%
其他	-671	-127	217	-53	-67	-81	EBIT增长率	-229.27%	-81.83%	16.14%	16.23%	74.57%	246.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>8,259</b>	<b>6,355</b>	<b>8,552</b>	<b>747</b>	<b>733</b>	<b>719</b>	净利润增长率	-158.68%	-79.53%	17.47%	17.42%	77.42%	305.88%
<b>现金净流量</b>	<b>4,237</b>	<b>2,611</b>	<b>4,782</b>	<b>-1,119</b>	<b>6,183</b>	<b>7,285</b>	总资产增长率	282.87%	53.82%	47.67%	18.40%	51.25%	34.03%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	58.4	35.9	28.1	15.5	15.3	17.0
							存货周转天数	37.1	31.5	37.5	25.9	23.2	25.8
							应付账款周转天数	132.8	108.1	171.0	162.7	154.5	171.9
							固定资产周转天数	198.3	74.7	76.1	49.6	29.5	22.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-59.35%	-61.86%	-87.36%	-110.78%	-198.60%	-241.64%
							EBIT利息保障倍数	-46.5	-140.9	-60.6	-69.1	-13.9	16.8
							资产负债率	42.28%	57.14%	56.07%	73.21%	83.81%	85.54%

来源：零跑汽车年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究