

深耕高性价比市场，合作 Stellantis 打开海外空间 ——首次覆盖报告

买入(首次)

行业：汽车
日期：2024年09月10日

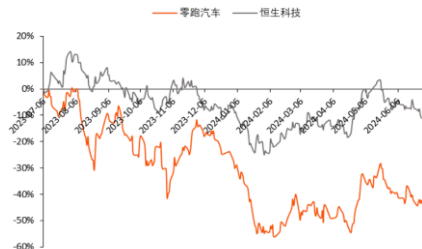
分析师：王璘
E-mail: wangjin@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523080002

分析师：余晓飞
E-mail: yuxiaofei@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524060002

基本数据

收盘价(元)
12mthA 股价格区间(元)
总股本(百万股)
无限售 A 股/总股本
流通市值(亿元)

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

《比亚迪、赛力斯 6 月新能源汽车销量分别同比+35%、+162%》
——2024 年 07 月 09 日

《中国智能汽车基础软件生态大会召开，开启汽车软硬件发展新篇章》
——2024 年 07 月 05 日

《预计 6 月乘用车零售同比-7.6%》
——2024 年 07 月 02 日

核心观点

产品矩阵竞争力强，盈利能力不断改善

零跑汽车由朱江明、傅利泉先生于 2015 年发起创立，是一家具备全域自研能力的智能电动车企业。目前零跑汽车共有 5 款车型在售，C 级六座 SUV C16、B 级 SUV C11、B 级 SUV C10、C 级轿车 C01、微型车 T03，主要集中在 10-20 万元之间的高性价比市场，单月销量已于 2024 年 6 月突破 2 万辆。

研发实力雄厚，掌握电子电气架构及智能化核心技术

2023 年，零跑汽车发布了四叶草中央集成式的电子电气架构，实现了座舱域、智驾域、动力域、车身域四域合一。多系统软件深度融合，实现更强交互及用户体验。零跑智能座舱 3.0 打造的全新交互系统 Leapmotor OS 拥有沉浸式交互、智能化桌面、操作更简单三大优势。零跑智能驾驶 3.0 时代搭载 11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 1 个激光雷达，使用高精地图，实现 NAC 及 NAP 等高阶智驾功能。

深度合作 Stellantis，打开海外市场空间

Stellantis 由 PSA 集团与菲亚特克莱斯勒集团合并，销量位列全球第四，在全球 30 多个国家或地区、130 多个市场开展业务，旗下拥有 16 个品牌。2024 年 5 月，Stellantis N.V 和零跑汽车共同宣布，零跑国际正式组建完成，Stellantis 和零跑汽车分别持股 51%和 49%。零跑国际计划自今年 9 月起在法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、葡萄牙、比利时、希腊和罗马尼亚欧洲 9 国市场推出零跑汽车。2024 年年底，零跑国际还将在中东和非洲地区的土耳其、以色列和法属海外领地，印度和亚太地区的澳大利亚、新西兰、泰国、马来西亚，以及南美地区的巴西和智利进行产品上市。

投资建议

零跑汽车聚焦于高性价比市场，研发实力雄厚，产品竞争力强，与 Stellantis 深度合作，相较于其他造车新势力，在海外市场上拥有较为明显的优势。我们预计 2024、2025、2026 年，零跑汽车的销售收入分别为 303.48、502.43、717.70 亿元，对应 2024 年 9 月 8 日的总市值，PS 分别为 0.94、0.57、0.40 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济风险，市场竞争加剧，国际贸易壁垒，原材料价格上升，汇率波动。

盈利预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16747	30348	50243	71770
年增长率 (%)	35%	81%	66%	43%
归属于母公司的净利润	-4216	-3128	-1784	1176
年增长率 (%)	17%	26%	43%	166%
每股收益 (元)	-3.62	-2.34	-1.33	0.88
市盈率 (X)	-8.97	-9.15	-16.05	24.34
净资产收益率 (%)	-33.74%	-33.37%	-23.49%	13.41%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 9 月 8 日收盘价)

正文目录

1. 车型销量稳健提升，盈利能力持续改善	4
1.1. 创始人技术背景深厚，核心技术重自研	4
1.2. 产品矩阵竞争力强，盈利能力不断改善	6
2. 研发实力强，电子电气架构及智能化核心技术	9
2.1. 四叶草中央集成式电子电气架构	9
2.2. 智能座舱 3.0，全新交互系统 Leapmotor OS	11
2.3. 智能驾驶，首创 NAC 导航辅助巡航	13
3. 深度合作 Stellantis，打开海外市场空间	15
3.1. Stellantis 是全球销量排名第 4 的汽车集团	15
3.2. Stellantis 与零跑汽车深度合作进军国际市场	16
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图目录

图 1: 零跑汽车企业愿景	4
图 2: 零跑汽车创始人朱江明先生	4
图 3: 零跑汽车业务发展里程碑	5
图 4: 零跑汽车股权结构	5
图 5: 零跑汽车自研的核心模块	6
图 6: 零跑汽车各车型单月销量 (单位: 辆)	7
图 7: 零跑汽车月度新能源市占率	7
图 8: 零跑汽车营业总收入及同比	8
图 9: 零跑汽车毛利率	8
图 10: 零跑汽车营业总收入及同比	8
图 11: 零跑汽车毛利率	8
图 12: 零跑汽车年度净利率	9
图 13: 零跑汽车季度净利率	9
图 14: 零跑汽车全域自研板块	9
图 15: 零跑汽车全域自研	9
图 16: 零跑四叶草中央集成式电子电气架构	10
图 17: 四叶草架构 SOC 方案和 MCU 方案	10
图 18: 零跑汽车四叶草架构	10
图 19: 零跑四叶草架构优势	11
图 20: 零跑四叶草架构预留接口与技术合作	11
图 21: 零跑智能座舱 3.0	12
图 22: 全新交互系统 Leapmotor OS	12
图 23: 零跑自研车载音响系统	13
图 24: 零跑最佳声场布局	13
图 25: 零跑全新一代语音系统	13
图 26: 零跑 Face ID	13
图 27: 零跑汽车智能驾驶系统迭代历程	14
图 28: 零跑智能驾驶系统支撑 L3 级智驾硬件冗余	14
图 29: 零跑智能驾驶系统舱驾行泊融合	14
图 30: 零跑汽车智能驾驶系统迭代历程	15
图 31: Stellantis 2023 年业绩强劲	16
图 32: Stellantis 与零跑战略合作签约仪式	16
图 33: 零跑国际成立发布会	17

图 34: 零跑国际产品规划.....17
图 35: 蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W 在港股的 PS (TTM) 估值演变.....20
图 36: 2024 年以来零跑汽车、蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W 的 PS (TTM) 变化.....20

表目录

表 1: 零跑汽车在售车型配置信息.....6
表 2: 零跑汽车历史销量及销量预测.....19
表 3: 零跑汽车销量、收入与毛利率.....19
表 4: 可比公司估值表.....21

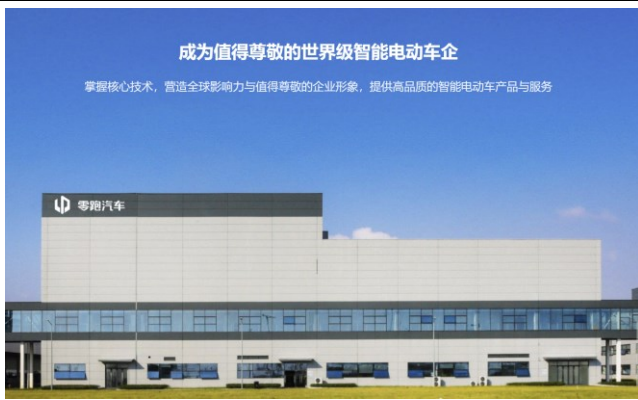
1. 车型销量稳健提升，盈利能力持续改善

1.1. 创始人技术背景深厚，核心技术重自研

零跑汽车是一家具备全域自研自造能力的科技型智能电动汽车企业，业务范围涵盖智能电动汽车整车设计、研发制造、智能驾驶、电机电控、电池系统开发以及基于云计算的车联网解决方案。

零跑汽车成立于2015年，由朱江明先生、傅利泉先生及其他初始股东创立。朱江明先生于电子及人工智能技术领域拥有近30年的经验。在创办零跑汽车之前，朱先生于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，朱先生加入并任职于摩托罗拉杭州公司。于2010年，朱先生回到大华技术继续担任董事，直至2021年12月。朱先生曾带领团队发明HDCVI视频传输专利技术，该技术于2014年成为国际标准，在国际视频传输领域获得了广泛的应用。

图1:零跑汽车企业愿景



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图2:零跑汽车创始人朱江明先生



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

2017年，零跑汽车开始建设金华工厂。2019年7月，零跑汽车开始交付智能电动轿跑S01，并于2020年5月开始交付智能纯电动微型车T03。2021年4月，零跑汽车由有限责任公司改制为股份有限公司，10月开始交付中兴智能纯电动SUV C11，12月完成收购相关地块以建设杭州工厂。2022年3月，零跑APP的注册用户数已达39万名，5月推出第一款中大型智能电动轿车C01。2024年，零跑推出纯电版本和增程版本的B级SUV C10和C级六座SUV C16。

图3:零跑汽车业务发展里程碑

年份	里程碑
2015年	零跑汽车的前身浙江零跑科技有限公司于12月在中国成立。
2017年	开始建设金华工厂。
2019年	于7月开始交付智能电动轿跑S01。
2020年	于5月开始交付四门智能纯电微型车T03。
2021年	于4月由有限责任公司改制为股份有限公司。 于6月在Waymo 2021自动驾驶算法挑战赛中赢得2D实时监测挑战第一名。
2022年	于10月开始交付中型智能纯电SUV C11。 于12月完成收购相关地块以建设杭州工厂。 截至3月底,零跑APP的注册用户数量已达392024名。
2024年	于5月推出一款中大型智能电动轿车C01。 推出纯电版本和增程版本的B级SUV C10 推出纯电版本和增程版本的C级六座SUV C16

资料来源:汽车之家,零跑汽车招股书,甬兴证券研究所

截至2024年1月19日,公司单一最大股东集团持股比例为23.47%,主要成员为朱江明先生、傅利泉先生、杭州芯图、宁波华菱等,Stellantis N.V.投资后的持股比例为21.26%。

图4:零跑汽车股权结构

	股份数目(包括H股及内资股)	占已发行股份总数百分比	仅H股的数目	占已发行股份总数的百分比
单一最大股东集团				
朱先生	92,596,398	6.93%	37,038,559	2.77%
傅先生	91,200,000	6.82%	18,240,000	1.36%
杭州芯图	4,077,472	0.30%	4,077,472	0.30%
宁波华菱	56,547,741	4.23%	56,547,741	4.23%
宁波华旻	24,000,000	1.80%	24,000,000	1.80%
宁波景航	12,806,500	0.96%	12,806,500	0.96%
宁波顾麟	21,761,266	1.63%	21,761,266	1.63%
万载明昭	10,800,000	0.81%	10,800,000	0.81%
小计	313,789,377	23.47%	185,271,538	13.86%
其他关联人士				
Stellantis N.V.	284,260,030	21.26%	239,260,030	17.90%
其他现有股东(计入公众持股量)				
金华市产业基金	11,507,500	0.86%	11,507,500	0.86%
其他公众股东	727,409,182	54.41%	680,374,847	50.89%
小计	738,916,682	55.27%	691,882,347	51.75%

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

零跑汽车自研自制了智能电动汽车核心系统及电子部件中的所有关键软硬件,实现了底层接口、算法和数据通讯协议的统一,该独特的模式及能力构建了可在不同车型之间高度复用的平台化电子电气架构和整车架构。

图5:零跑汽车自研的核心模块



资料来源：零跑汽车招股书，甬兴证券研究所

1.2. 产品矩阵竞争力强，盈利能力不断改善

零跑汽车目前共有 5 款车型在售，其中有 C 级六座 SUV C16（售价为 15.58-18.58 万元）、B 级 SUV C11（售价为 14.88-20.98 万元）、B 级 SUV C10（售价为 12.88-16.88 万元）、C 级轿车 C01（售价为 13.68-20.88 万元）、微型车 T03（售价为 4.99-8.99 万元）。

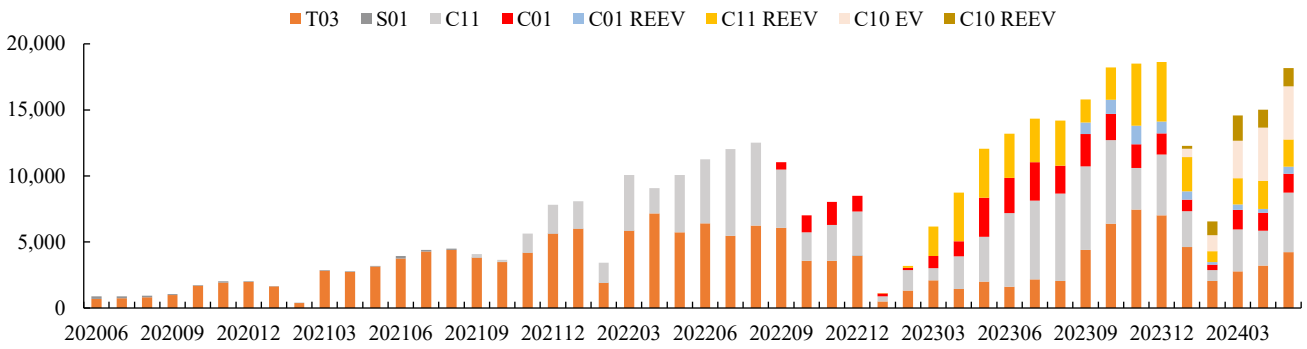
表1:零跑汽车在售车型配置信息

车型名称	零跑 T03 2024 款 310 舒享版	零跑 C01 2024 款 纯电 525 尊享版	零跑 C10 2024 款 530 智享版	零跑 C11 2024 款 纯电 580 尊享版	零跑 C16 2024 款 纯电 520 尊 享版
指导价 (万元)	5.99	14.88	14.88	15.88	16.88
级别	微型车	C 级轿车	B 级 SUV	B 级 SUV	C 级 SUV
CLTC 续航里程 (KM)	310	525	530	580	520
最大功率 (KW)	55	200	170	200	215
长*宽*高 (mm)	3620*1652*1605	5050*1902*1509	4739*1900*1680	4750*1905*1675	4915*1905*1770
轴距 (mm)	2400	2930	2825	2930	2825
零百加速 (S)	-	7.7	7.29	7.9	6.37
最高车速 (KM/H)	100	180	170	170	160

资料来源：汽车之家，甬兴证券研究所

自 2020 年 6 月至 2024 年 5 月，零跑汽车已累计交付大约 38 万辆汽车。其中，T03 为 16 万辆，C11 的纯电和增程版本合计 15 万辆，C01 的纯电和增程版本合计 4 万辆。零跑于 2023 年的四季度和 2023 年 5 月，实现了月销超过 18000 辆。2023 年全年，公司的销量为 14.42 万辆。

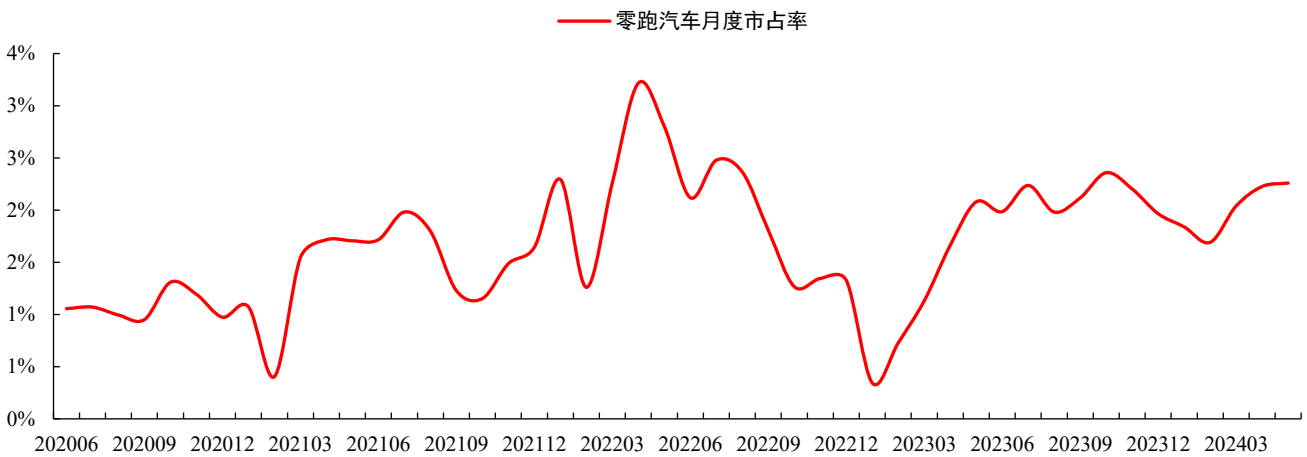
图6:零跑汽车各车型单月销量 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 甬兴证券研究所

根据乘联会的中国新能源乘用车零售销量数据, 零跑汽车在中国新能源乘用车市场的月度市占率从2020年6月的1.06%提升至2024年5月的2.26%。

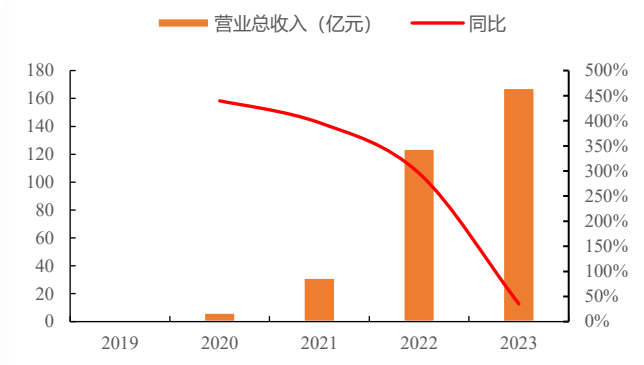
图7:零跑汽车月度新能源市占率



资料来源: 乘联会, Marklines, 甬兴证券研究所

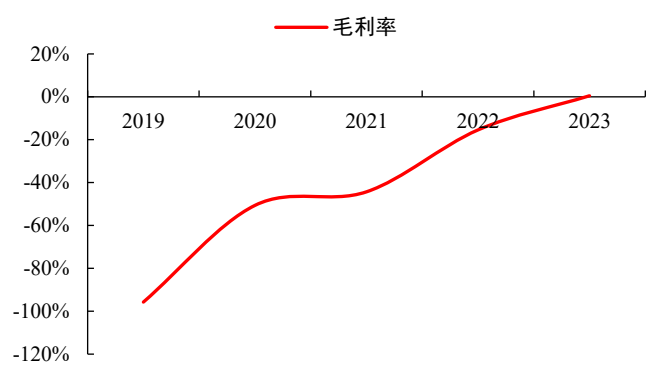
2019-2023年, 零跑汽车的营业总收入从1.17亿元增长至167.47亿元, 年均复合增长率为245.92%; 毛利率从-96%提升至0.5%, 平均每年提升24个百分点。零跑汽车的业务高速增长得益于公司以全域自研+垂直整合为战略指导, 追求智能化及电气化技术持续创新, 持续推出并快速迭代极具性价比的产品。2023年公司首次实现全年毛利率转正, 得益于产品结构改善, 持续的降本增效, 和特有的技术降本能力。

图8:零跑汽车营业总收入及同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

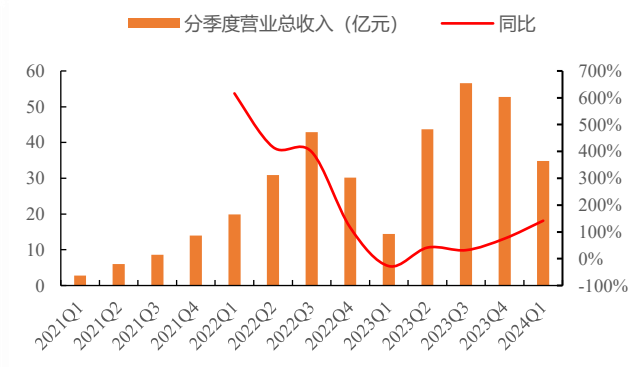
图9:零跑汽车毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

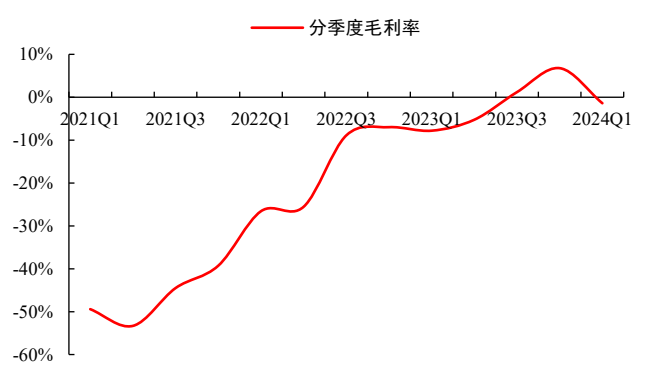
2024 年一季度,零跑汽车实现销量 3.34 万辆,营业总收入 34.86 亿元,同比增长 141.68%;净利润-10.13 亿元,去年同期为-11.33 亿元。毛利率和净利率分别为-1.40%和-29.05%,去年同期分别为-7.80%和-78.54%。公司销量及销售收入同比增长主要是因为产品逐步得到市场认可,以及更丰富的产品矩阵带来销量提升。毛利率同比改善主要是因为销售上升带来的规模效应及持续的降本工作。

图10:零跑汽车营业总收入及同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

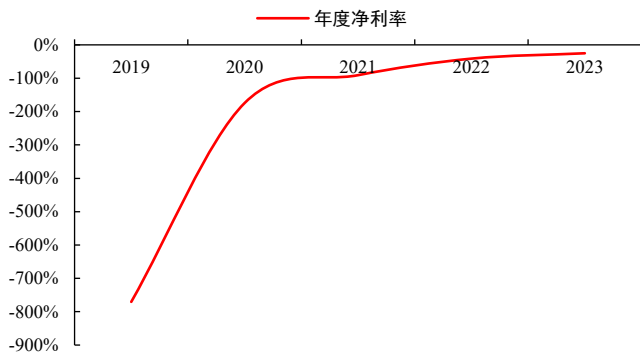
图11:零跑汽车毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

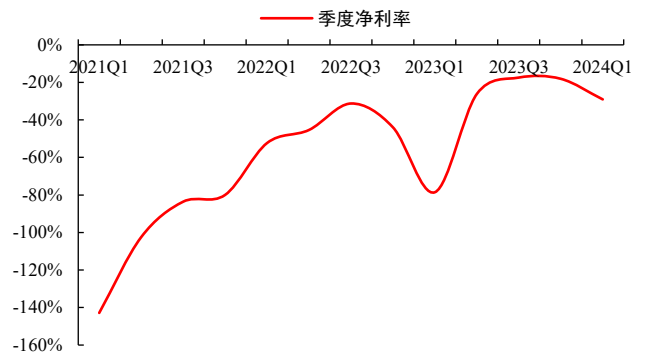
净利润方面,现阶段除理想汽车以外,造车新势力中的零跑汽车、小鹏汽车、蔚来、极氪等仍处于亏损状态。得益于销量增加、规模效应扩大,以及毛利率的不断改善,零跑汽车的净利率不断改善。2019-2023 年,零跑汽车的净利率从-770.44%提升至-25.18%。分季度来看,从 2021 年一季度至 2024 年一季度,零跑汽车的净利率从-142.86%提升至-29.05%。

图12:零跑汽车年度净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:零跑汽车季度净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 研发实力强, 电子电气架构及智能化核心技术

零跑汽车的全域自研是指自主专研并掌握汽车中动力系统、智驾系统、座舱系统等核心板块的技术, 无论是软件控制, 还是硬件基础, 全部依靠自主研发而来。零跑式自研分为6大板块, 分别是智能驾驶、智能网联+电子电气架构、整车架构、电池架构、电驱架构。

图14:零跑汽车全域自研板块



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

图15:零跑汽车全域自研

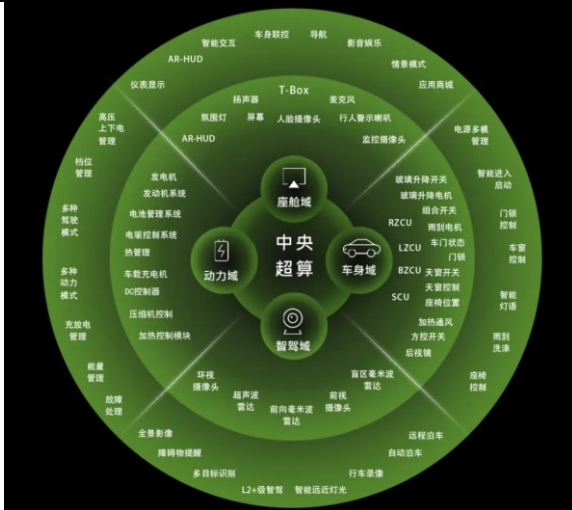


资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

2.1. 四叶草中央集成式电子电气架构

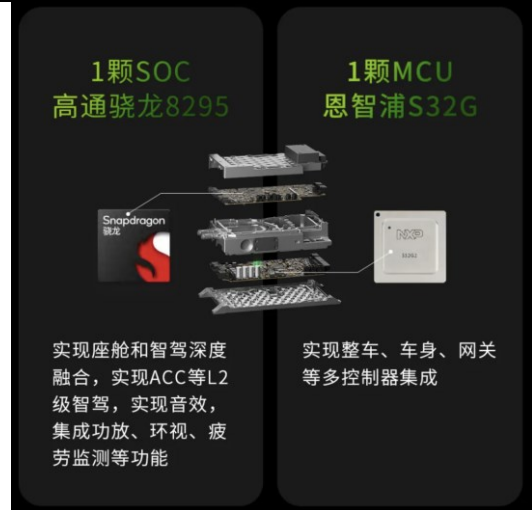
2023年, 零跑汽车发布了四叶草中央集成式的电子电气架构, 实现了座舱域、智驾域、动力域、车身域四域合一。SOC 主板负责智能驾驶和智能座舱, 兼容高通 8295/高通 8155 方案。MCU 主板负责整车控制、车身控制, 兼容 NXP S32G 中/高配方案。

图16:零跑四叶草中央集成式电子电气架构



资料来源:零跑汽车官方微信公众号,甬兴证券研究所

图17:四叶草架构SOC方案和MCU方案



资料来源:零跑汽车官方微信公众号,甬兴证券研究所

1) 标配解决方案: 搭载高通 8155+NXP S32G 中配芯片, 支持 6-12 扬声器, 支持 4 个屏幕, 支持 AR-HUD, 支持 4 路环视摄像头, 支持 12 路超声波雷达。

2) 中配解决方案: 搭载高通 8295+NXP S32G 高配, 最大支持 20+ 扬声器 (外置功率放大器), 最大支持 4 路 2.5K 分辨率, 1 路 1080P, 2 路 720P, 支持 4 路环视摄像头, 支持 L2/L2+ 级智能辅助驾驶。

3) 高配解决方案: 搭载高通 8295+NXP S32G 高配+英伟达 OrinX, 最大支持 20+ 扬声器 (外置功率放大器), 最大支持 4 路 2.5K 分辨率, 1 路 1080P, 2 路 720P, 支持 4 路环视摄像头, 支持 4 路盲区摄像头、4 路盲区角雷达, 支持激光雷达、高精地图, 支持 L2++ 级高阶智能辅助驾驶。

图18:零跑汽车四叶草架构



资料来源:零跑汽车官方微信公众号,甬兴证券研究所

零跑四叶草架构交互更高效, 将控制器的数量从 42 个减少至 28 个, 线束长度从 1800 米减少至 1500 米, 数据带宽从 100Mbps 提升至 1000Mbps, 电源管理模式从 10 余种增加至 30 余种。多系统软件深度融合, 实现更强交互及用户体验。

图19:零跑四叶草架构优势



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

零跑四叶草架构预留了超过 500 个接口，可实现千人千面的服务化软件架构，整车级无感式在线 OTA 升级平台。它高度集成，实现 15 套盒子功能，并可对外提供四种技术合作方式。主要是中央超算+周边控制器，中央超算+周边控制器+电池+电驱，下车体（含三电），整车级平台。

图20:零跑四叶草架构预留接口与技术合作



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

2.2. 智能座舱 3.0，全新交互系统 Leapmotor OS

零跑智能座舱努力打造更加自然、统一、流畅的交互体验。零跑 C10 上搭载的智能座舱 3.0 配备四叶草中央域控，赋能高通 8295 全智能座舱，拥有全新操作系统，视觉、交互、功能全维提升，独创全新声场布局，支持多种音效。开放 200 多项功能，用户用车场景自定义。

图21:零跑智能座舱 3.0



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

零跑的全新交互系统 Leapmotor OS 拥有沉浸式交互、智能化桌面、操作更简单三大优势。可拓展的智能卡片提高信息可视化与更加高效的操作体验，操作系统更加符合用户的使用习惯，减少用户学习成本。

图22:全新交互系统 Leapmotor OS



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

自研车载音响系统，满足用户个性化需求。车载音响系统将显示系统、灯光系统、语音系统、身份系统等深度融合，提高用户体验。最佳声场布局，全车独立 12 音频通道，3 个低音单元，高性能 DSP 功放设计，水冷设计，适用多种场景。

图23:零跑自研车载音响系统



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

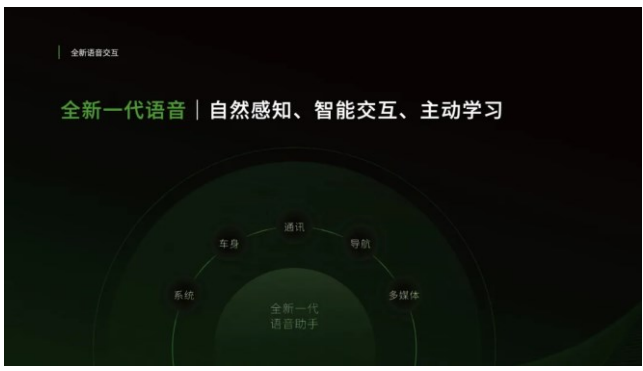
图24:零跑最佳声场布局



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

零跑全新一代语音系统，可实现自然感知、智能交互、互动学习，随时可以开启话题，全画面可见即可说，全时段免唤醒。Face ID 系统，8组 Face ID，自动关联 30 项功能。

图25:零跑全新一代语音系统



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

图26:零跑 Face ID

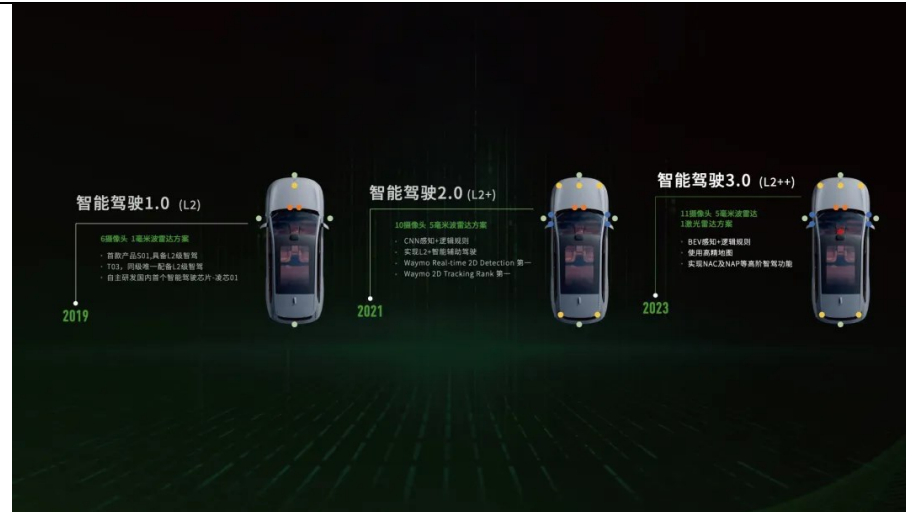


资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

2.3. 智能驾驶，首创 NAC 导航辅助巡航

零跑的智能驾驶系统从 2019 年的 1.0 时代 (L2) 进化到了 2023 年的 3.0 时代 (L2++)。早期的 1.0 时代搭载 6 个摄像头和 1 个毫米波雷达，自主研发智能驾驶芯片凌芯 01。至 2023 年，3.0 时代搭载 11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 1 个激光雷达，使用高精地图，实现 NAC 及 NAP 等高阶智驾功能。

图27:零跑汽车智能驾驶系统迭代历程



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

搭载于零跑 C10 的自研智能驾驶系统, 支撑 L3 级智驾的硬件冗余能力, 搭载 128 线程激光雷达、800 万像素前视双目摄像头、300 万像素环视摄像头、英伟达 Orin 芯片。行业首发一颗 8295 芯片实现舱驾行泊融合系统, 单 SOC 芯片的舱驾泊功能融合, 座舱结合智驾数据, 反馈给驾驶员, 辅助驾驶员更好地开车。

图28:零跑智能驾驶系统支撑 L3 级智驾硬件冗余



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

图29:零跑智能驾驶系统舱驾行泊融合



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

零跑首创 NAC (全时 ACC) 导航辅助巡航, 无高精地图下, 通过多模态感知大模型识别道路红绿灯、斑马线、车道线曲率及障碍物等信息, 自动调节车速, 驾驶员全程无需控制踏板, 只需控制方向盘。

图30:零跑汽车智能驾驶系统迭代历程



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

3. 深度合作 Stellantis，打开海外市场空间

3.1. Stellantis 是全球销量排名第 4 的汽车集团

根据 Stellantis 集团官方微信公众号的信息，2019 年 12 月，PSA 集团与菲亚特克莱斯勒集团同意合并，合并后的新公司年销量将达到 870 万，位列全球第四，营业收入达到 1700 亿欧元，位列全球第三。根据 Stellantis 官网的信息，Stellantis 在全球 30 多个国家或地区、130 多个市场开展业务，旗下拥有阿尔法罗密欧、克莱斯勒、雪铁龙、道奇、菲亚特、玛莎拉蒂、标致等 16 个品牌，在纽约证券交易所、米兰泛欧交易所和巴黎泛欧交易所上市。

2023 年，Stellantis 集团净营收为 1895 亿欧元，同比 2022 年增长 6%。若不包含旗下合资公司的销量数据，集团 2023 年的汽车销量为 616.8 万辆，同比 2022 年增长 7%。净利润为 186 亿欧元，同比 2022 年增长 11%。调整后经营利润为 243 亿欧元，同比增长 1%，调整后经营利润率为 12.8%。纯电动汽车销量与低排放车型销量分别同比增长 21%和 27%，其中，插电式混合动力车型和低排放车型的销量在美国市场分别排名第一和第二。

图31:Stellantis 2023 年业绩强劲



资料来源: Stellantis 集团官方微信公众号, 甬兴证券研究所

3.2. Stellantis 与零跑汽车深度合作进军国际市场

根据零跑汽车官方微信公众号的信息, 2023年10月, Stellantis N.V.和浙江零跑汽车共同宣布, Stellantis 集团计划投资约 15 亿欧元以获取零跑汽车约 20%的股权, 这将使 Stellantis 集团成为零跑汽车的一个重要股东。本次交易同时也确定, Stellantis 集团和零跑汽车将以 51%:49%的比例成立一家名为“零跑国际 (Leapmotor International)”的合资公司。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, 以及独家拥有在当地制造零跑汽车产品的权利。双方在全球范围内伙伴关系的建立将是行业首创, 即一家世界知名的汽车制造商与一家来自中国的新势力电动车企在全球电动车项目上展开了合作。

图32:Stellantis 与零跑战略合作签约仪式



资料来源: 零跑汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

2024年5月, Stellantis N.V 和零跑汽车共同宣布, 零跑国际正式组建完成, Stellantis 和零跑汽车分别持股 51%和 49%。零跑国际总部位于荷兰

阿姆斯特丹，由来自 Stellantis 集团中国区管理团队的忻天舒先生担任零跑国际 CEO，其领导的合资公司管理团队目前正筹备 C10 和 T03 两款电动车型在欧洲的成功推出。与此同时，零跑国际也计划自 2024 年第四季度起，将上述车型投放于印度和亚太（不含大中华区）、中东和非洲以及南美市场。

图33:零跑国际成立发布会



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

借助 Stellantis 集团在全球的分销渠道，零跑国际计划自今年 9 月起在法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、葡萄牙、比利时、希腊和罗马尼亚欧洲 9 国市场推出零跑汽车。零跑国际针对上述市场配备了专职的业务负责人，计划在今年年底前共计拓展包括 Stellantis & You 网络在内的 200 家销售网点，并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家，提高客户服务质量。2024 年年底，零跑国际还将在中东和非洲地区的土耳其、以色列和法属海外领地，印度和亚太地区的澳大利亚、新西兰、泰国、马来西亚，以及南美地区的巴西和智利进行产品上市。

图34:零跑国际产品规划



资料来源：零跑汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

国内市场方面，2020 至 2023 年，零跑汽车的销量从 9540 辆增长至 144155 辆，单车收入从 6.62 万元增长至 11.62 万元。至 2024 年，零跑汽车上半年的累计销量已达 86696 辆，并且从 2 月开始销量逐月环比提升，6 月的单月销量已达 20116 辆。汽车行业的下半年是销售旺季，伴随着零跑 C16 于 2024 年 6 月上市，7 月开启大规模交付，有新车支撑，我们预计零跑在 2024 年下半年的单月销量可以维持在 2 万辆以上，国内全年的销量为 241130 辆。海外市场方面，根据零跑汽车的官方微信公众号的信息，公司于 9 月开始在海外市场销售 T03 和 C10 两款车型，登录 Stellantis 的 200 家门店。这两款车型在国内销量表现优秀，合计月销超过 9000 台，我们预计今年 9-12 月，这两款车型的海外销量大约为 8000 辆。国内和海外的合计总销量为 249130 辆。

2025 年，公司计划推出 A 平台系列新车型，并且今年下半年上市的重磅车型 C16 可以在 2025 年销售一个完整的自然年。C16 作为售价在 20 万以内的六座 SUV，在同价位段几乎没有竞品，因此我们预计这款车型可以取得较为优秀的销量表现，2024 年平均月销 5000 台，2025 年伴随产能爬坡做到平均月销 7000 台。2025 年公司的国内总销量有望达到 37.2 万台。2026 年，公司的品牌形象进一步确立，产品矩阵更加丰富，参考公司过去几年的销量增速，我们预计 2026 年的国内销量有望达到 50 万台。

海外方面，2025 年零跑汽车的 T03 和 C10 两款车型将在海外销售第一个完整的自然年，这两款车型在国内的合计月销超过 9000 台，因此我们预期在海外市场有望做到月销 6500 台以上的水平，合计年销量大约 8 万台。在接下来的 3 年里，零跑国际每年将至少推出一款新车型，并进一步加深与 Stellantis 的合作，登录对方在全球市场的更多门店，我们预计销量会迎来明显增长，有望达到 20 万台的水平。综上所述，我们预计 2024、2025、2026 年，零跑汽车的销量分别为 249130、452000、700000 辆。

表2:零跑汽车历史销量及销量预测

车型名称	售价范围 (万元)	平均售价 (万元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
T03	4.99-8.99	6.99	8,831	40,245	61,919	38,454	48,359	24,000	
S01	11.99-15.99	13.99	709	640	63	-			
C11	15.18-18.90	17.04		4,021	44,371	47,307	45,377	48,000	
C01	13.98-19.98	16.98			4,815	20,840	16,757	18,000	
C01REEV	13.68-15.58	14.63				4,245	5,896	12,000	
C11REEV	12.78-13.98	13.38				-	33,309	27,105	30,000
C10EV	12.88-16.88	14.88					47,763	48,000	
C10REEV	13.58-16.58	15.08					-	19,873	48,000
B平台新车		10						60,000	
C16		18					30,000	84,000	
国内合计销量			9,540	44,906	111,168	144,155	241,130	372,000	500,000
车型名称									
T03		12					4,000	40,000	
C10EV		25					2,000	20,000	
C10REEV		25					2,000	20,000	
海外合计销量							8,000	80,000	200,000
总销量			9,540	44,906	111,168	144,155	249,130	452,000	700,000

资料来源:公司公告,零跑汽车官方微信公众号,甬兴证券研究所

由于平均售价较高的C16车型在销量组合中的占比提升,2024年的单车收入预计可以从2023年13.43万元提升至14.22万元。我们预计2025、2026年,伴随着低价车型T03占比越来越低,中高端车型和出口车型的占比越来越高,零跑的单车收入将逐步提升至15.26、16.22万元。综上所述,我们预计零跑汽车2024、2025、2026年的销售收入分别为303.48、502.43、717.70亿元。

毛利率方面,汽车行业由于大规模批量生产的属性,规模效应较为明显。2020-2023年,零跑汽车的毛利率伴随交付量的增长快速改善,从-51%提升至+0.5%,平均每年提升17个百分点。2024-2026年,零跑汽车的销量持续增长,规模效应进一步发挥,售价相对较高的海外市场的销量占比逐步提升,毛利率也进一步提升。2023年四季度,零跑汽车的毛利率已经达到6.78%,我们预计2024年全年零跑汽车的毛利率有望达到7%。参考新能源汽车龙头比亚迪,2020年比亚迪的汽车销量为426,972,销量规模与2025年的零跑汽车接近,当时比亚迪的汽车业务毛利率为25.20%。

考虑到比亚迪在新能源汽车行业的技术储备和生产经验更加丰富,我们保守预计,零跑汽车在相似销量规模下,毛利率大约为比亚迪汽车业务的一半,即12%,并在2026年伴随销量的进一步增长,稳健提升至15%。我们预计2024、2025、2026年,零跑汽车的毛利率分别为7%、12%、15%。

表3:零跑汽车销量、收入与毛利率

年份	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总销量 (辆)	9,540	44,906	111,168	144,155	249,130	452,000	700,000
零售均价 (万元)	7.51	7.99	11.44	13.43	14.22	15.26	16.22
除税后零售均价 (万元)	6.65	7.07	10.12	11.89	12.59	13.51	14.35
单车收入 (万元)	6.61	6.97	11.14	11.62	12.59	13.51	14.35
销售收入 (亿元)	6.31	31.32	123.85	167.47	303.48	502.43	717.70
同比		396%	295%	35%	81%	66%	43%
毛利率	-51%	-44%	-15%	0.5%	7%	12%	15%

资料来源:Wind,甬兴证券研究所

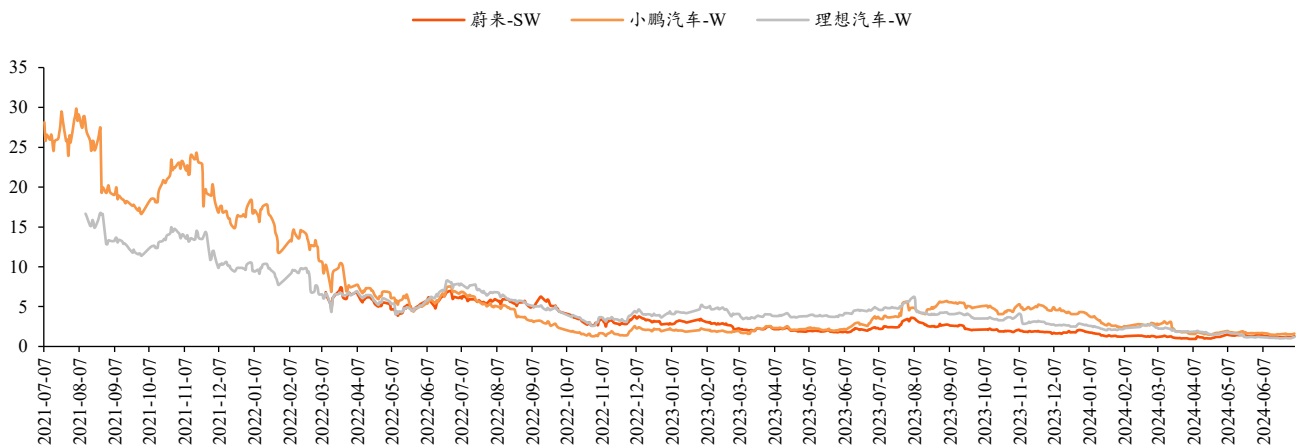
综上所述,我们预计2024、2025、2026年,零跑汽车的销量分别为249130、452000、700000辆,销售收入分别为303.48、502.43、717.70亿元,净利润

-30.20、-16.78、12.68 亿元。

4.2. 投资建议

蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W 在港股上市后，2021 年前后，新能源汽车行业正处于高速增长期，早期的 PS (TTM) 都很高。小鹏汽车-W 刚上市时 (2021 年 7 月 7 日) 的 PS (TTM) 有 28 倍，理想汽车-W 刚上市时 (2021 年 8 月 12 日) 的 PS (TTM) 有 17 倍，蔚来-SW 刚上市时 (2022 年 3 月 10 日) 有 7 倍。伴随着新能源汽车行业增速趋缓，造车新势力 PS (TTM) 普遍逐渐下行，至 2024 年已稳定在 1.5-2.0 倍。

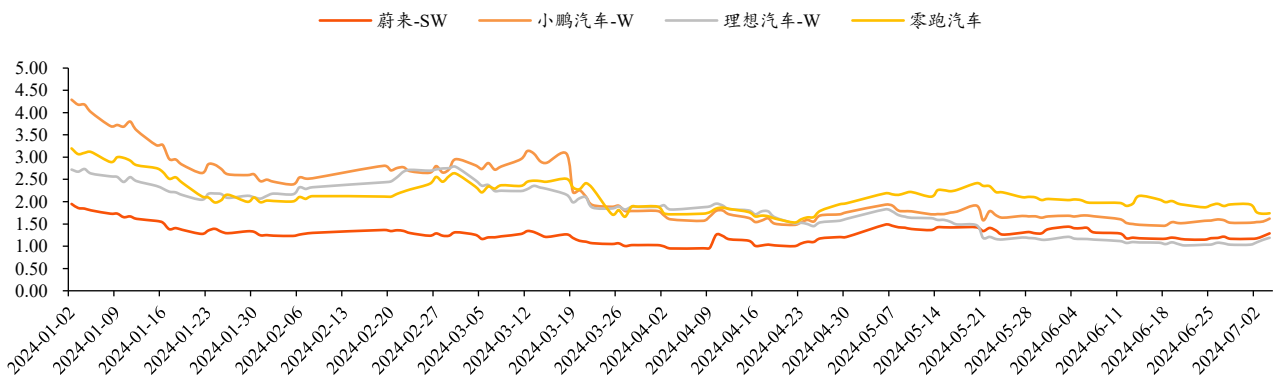
图35:蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W 在港股的 PS (TTM) 估值演变



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

零跑汽车于 2022 年 9 月 29 日登录港股，当时 PS (TTM) 为 6 倍，随后也开始经历下行过程。进入 2024 年以来，零跑汽车的 PS (TTM) 在造车新势力中明显高于蔚来-SW、小鹏汽车-W 与理想汽车-W。

图36:2024 年以来零跑汽车、蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W 的 PS (TTM) 变化



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

零跑汽车聚焦于高性价比市场，研发实力雄厚，产品竞争力强，与 Stellantis 深度合作，相较于其他造车新势力，在海外市场上拥有较为明显的优势。我们预计 2024、2025、2026 年，零跑汽车的销售收入分别为 303.48、502.43、717.70 亿元，对应 2024 年 9 月 8 日的总市值，PS 分别为 0.94、0.57、0.40 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4:可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价	总市值	销售收入 (亿元)			PS		
		2024.09.08 (元)	2024.09.08 (亿元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9866.HK	蔚来-SW (*)	31.01	643.46	698.59	1,050.23	1,296.11	0.92	0.61	0.50
9868.HK	小鹏汽车-W (*)	30.20	573.19	439.67	714.22	919.35	1.30	0.80	0.62
2015.HK	理想汽车-W (*)	66.48	1,411.64	1,473.96	2,020.18	2,518.93	0.96	0.70	0.56
	平均			870.74	1,261.54	1,578.13	1.06	0.70	0.56
9863.HK	零跑汽车	21.42	286.53	303.48	502.43	717.70	0.94	0.57	0.40

资料来源: wind, 甬兴证券研究所

注:“(*)”为可比公司,其销售收入均采用 Wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济风险:若宏观经济复苏不及预期,或多方面影响汽车行业,包括人均可支配收入增速放缓,导致人均相关支出降低等,影响汽车相关消费。

市场竞争加剧:国内新能源汽车品牌较多,公司为应对市场竞争,可能降低终端零售价格,影响利润率表现。

销量不及预期:公司的主力车型集中于20万以内的高性价比市场,竞争对手多,消费者的品牌忠诚度也相对较弱,可能导致零跑汽车的销量不及预期,影响公司业绩增长。

国际贸易壁垒:汽车行业是国民支柱性产业,欧洲、美国、东南亚等国可能为了保护本国产业而提高贸易关税,增加公司的出口成本。

原材料价格上升:汽车零部件多、供应链长,受钢铁、铜、铝、锂等多种原材料的价格波动影响,原材料成本上升可能降低公司利润空间。

汇率波动风险:汇率波动影响出口企业产品价格,长远来看影响企业海外市场份额,另外汇兑损益可能造成公司业绩波动。

资产负债表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	22,470	27,483	37,311	50,505	
现金	11,731	12,689	16,979	24,822	
应收账款及票据	926	1,679	2,779	3,970	
存货	1,719	2,352	3,070	3,389	
其他	8,093	10,763	14,482	18,324	
非流动资产	5,984	6,179	6,695	7,547	
固定资产	3,868	3,726	3,694	3,761	
无形资产	735	884	1,122	1,443	
其他	1,381	1,568	1,878	2,343	
资产总计	28,453	33,662	44,006	58,052	
流动负债	13,954	21,938	33,942	46,667	
短期借款	1,581	1,681	1,801	1,951	
应付账款及票据	9,847	15,680	24,563	33,891	
其他	2,526	4,577	7,577	10,824	
非流动负债	2,002	2,349	2,469	2,609	
长期债务	892	992	1,112	1,252	
其他	1,110	1,358	1,358	1,358	
负债合计	15,955	24,287	36,411	49,276	
普通股股本	1,337	1,337	1,337	1,337	
储备	11,170	8,046	6,267	7,448	
归属母公司股东权益	12,498	9,374	7,595	8,776	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	12,498	9,374	7,595	8,776	
负债和股东权益	28,453	33,662	44,006	58,052	

现金流量表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,082	1,417	5,313	9,206	
净利润	-4,216	-3,128	-1,784	1,176	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	569	492	494	513	
营运资金变动及其他	4,729	4,054	6,603	7,516	
投资活动现金流	-4,860	-615	-1,216	-1,601	
资本支出	-1,394	-500	-700	-900	
其他投资	-3,466	-115	-516	-701	
筹资活动现金流	8,552	151	188	234	
借款增加	558	200	240	290	
普通股增加	7,777	0	0	0	
已付股利	0	-49	-52	-56	
其他	217	0	0	0	
现金净增加额	4,782	958	4,290	7,843	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长	35.22%	81.22%	65.55%	42.85%
归母净利润增长	17.47%	25.80%	42.98%	165.95%
获利能力				
毛利率	0.48%	7.00%	12.00%	15.00%
销售净利率	-25.18%	-10.56%	-3.74%	1.67%
ROE	-33.74%	-33.37%	-23.49%	13.41%
ROIC	-29.21%	-27.51%	-18.89%	7.81%
偿债能力				
资产负债率	56.07%	72.15%	82.74%	84.88%
净负债比率	-74.08%	-106.84%	-185.20%	-246.35%
流动比率	1.61	1.25	1.10	1.08
速动比率	1.29	0.91	0.76	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.98	1.29	1.41
应收账款周转率	12.83	23.30	22.54	21.27
应付账款周转率	2.11	2.21	2.20	2.09
每股指标 (元)				
每股收益	-3.62	-2.34	-1.33	0.88
每股经营现金流	0.81	1.06	3.97	6.89
每股净资产	9.35	7.01	5.68	6.56
估值比率				
P/E	-8.97	-9.15	-16.05	24.34
P/B	3.47	3.05	3.77	3.26
EV/EBITDA	-8.98	-6.60	-9.77	4.35

利润表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	16,747	30,348	50,243	71,770	
其他收入	1	0	0	0	
营业成本	16,666	28,224	44,213	61,004	
销售费用	1,795	1,973	3,015	3,588	
管理费用	858	1,214	1,507	1,794	
研发费用	1,920	2,276	3,517	4,306	
财务费用	-157	-186	-202	-283	
除税前溢利	-4,216	-3,128	-1,784	1,384	
所得税	0	0	0	208	
净利润	-4,216	-3,128	-1,784	1,176	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-4,216	-3,128	-1,784	1,176	
EBIT	-4,373	-3,314	-1,985	1,101	
EBITDA	-3,804	-2,822	-1,491	1,614	
EPS (元)	-3.62	-2.34	-1.33	0.88	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。