

# 零跑汽车 (09863.HK)

## 借力海外巨头，实现出海共赢

买入 (维持)

2024年10月23日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书: S0600524100001  
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12385	16747	30624	56791	79807
同比(%)	295.41	35.23	82.86	85.45	40.53
归母净利润 (百万元)	(5,108.89)	(4,216.27)	(3,720.71)	(687.62)	2,401.31
同比(%)	-	-	-	-	-
EPS-最新摊薄 (元/股)	(3.82)	(3.15)	(2.78)	(0.51)	1.80
P/E (现价&最新摊薄)	-	-	-	-	14.84

### 股价走势



### 投资要点

- 出口模式：借力海外巨头，出海持续推进。**2023年10月Stellantis对零跑进行股权投资，后Stellantis集团和零跑汽车以51:49的比例成立零跑国际，零跑国际是S集团在完成新能源转型路径中重要的品牌补充。零跑将车卖给零跑国际产生正毛利；零跑国际将车型销售给海外经销商获得利润，零跑以投资收益方式对此环节利润进行确认，减少内部博弈。车型方面，C10/T03于2024年9月在欧洲上市，B10也于10月在巴黎车展亮相。
- 出口核心优势：产能/渠道/售后等全方位高效率。**1) **产能合作：**欧洲贸易摩擦加剧背景下，零跑国际已于2024年6月开始在Stellantis位于波兰蒂黑的工厂生产零跑电动汽车。我们认为借助S集团现有的产能体系/供应链配套体系，可降低生产环节中与欧洲当地评审/工会/知识产权保护等方面的风险，投产效率更高，同时资本开支规模有望更低。除了欧洲外，S集团在全球主要地区均布有产能，为零跑全球化拓展提供良好的生产基础。2) **渠道方面：**海外优质渠道资源存在一定稀缺性。零跑国际针对核心市场配备了专职的业务负责人，计划在今年四季度完成拓展共计全球包括Stellantis&You网络在内的350家销售网点，其中欧洲超过200家，并于2026年将销售网络拓展至500家，以确保客户能享受到高水平的优质服务。零跑C10、T03与Stellantis集团旗下品牌同店展示及销售，充分发挥各品牌用户到店量。与S集团原有经销体系合作，降低交易成本，同时对产品拓展提供较大助力。3) **售后方面：**零跑国际从Stellantis集团在欧洲的成熟零部件物流体系中挑选了近140个物流中心用以配送零跑汽车的零备件，这将充分确保零跑国际合资公司能为其欧洲客户提供优质及完善的售后服务。
- 盈利预测与投资评级：**我们对出口各环节开支以及实际终端售价进行简化假设计算，并假设零跑卖给零跑国际环节利润贡献有限。可得T03/C10贸易出口单车利润(未包含人力成本&管理费用和其他固定开支)较高。基于对公司海外业务较高的预期，我们上调公司2024年-2026年归母净利润预期至-37.2/-6.9/24.0亿元(原为-42.3/-11.3/16.3亿元)。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车作为公司的可比公司，对应2024~2026年PS均值为1.6/1.0/0.8倍。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，同时出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。
- 风险提示：**乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

### 市场数据

收盘价(港元)	29.10
一年最低/最高价	18.64/42.20
市净率(倍)	3.72
港股流通市值(百万港元)	32,487.64

### 基础数据

每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	60.34
总股本(百万股)	1,336.97
流通股本(百万股)	1,116.41

### 相关研究

- 《零跑汽车(09863.HK): 2024年二季报点评: 业绩整体符合预期, 加码智能化》  
2024-08-20
- 《零跑汽车(09863.HK): 2024年一季报点评: 业绩整体符合预期, 出海思路明确》  
2024-05-20

## 内容目录

1. 出口模式：借力海外巨头，出海持续推进 .....	4
1.1. 中国+海外市场+Tier 1，打造独特商业模式 .....	4
1.2. 面向全球各大洲快速布局产品，C10/T03 首批上市 .....	5
2. 出口核心优势：产能/渠道/售后全方位高效率 .....	7
2.1. Stellantis 覆盖多品牌，新能源销售规划较激进 .....	7
2.2. 产能合作：借助 Stellantis 全球产能实现本地化生产 .....	8
2.3. 渠道&售后：成熟体系提升运营效率 .....	9
3. 出口预测：有望贡献较大利润弹性 .....	10
3.1. 欧洲市场环境：新能源补贴处于退坡中 .....	10
3.2. 竞品对比&销量预测：C10&T03 .....	11
4. 盈利预测与投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	Stellantis 集团与零跑达成战略合作	4
图 2:	零跑汽车股权架构 (截至 2024H1)	4
图 3:	零跑汽车商业模式汇总	4
图 4:	零跑汽车出口财务确认方式	5
图 5:	零跑国际成立发布会	5
图 6:	零跑国际产品规划	6
图 7:	零跑国际市场拓展规划	6
图 8:	欧洲九国汽车总销量 (万辆)	7
图 9:	其余市场汽车总销量 (万辆)	7
图 10:	Stellantis 主要品牌	7
图 11:	STLA GAAP 净利润 (左轴, 亿欧元) 及毛利率/利润率情况 (右轴/%)	7
图 12:	零跑国际对 Stellantis 的重要意义	8
图 13:	Stellantis 分区域总销量 (万辆)	8
图 14:	Stellantis 集团 BEV 车型销量 (万辆) 及渗透率情况	8
图 15:	中国车企在欧洲产能规划汇总	9
图 16:	Stellantis 全球产能统计 (万辆)	9
图 17:	零跑国际海外渠道	9
图 18:	欧洲电动车补贴政策变化	10
图 19:	欧洲车企电动化目标及新车计划	11
图 20:	欧洲 9 国新能源 C/D 级 SUV 销量 (万辆)	11
图 21:	C10 海外竞品分析	11
图 22:	欧洲 9 国新能源 A 级车销量 (辆)	12
图 23:	T03 海外竞品分析	12
图 24:	零跑汽车欧洲利润测算核心假设 (2024 年 10 月 15 日)	13
表 1:	盈利预测关键假设	13
表 2:	可比公司估值表 (2024 年 10 月 15 日)	14

## 1. 出口模式：借力海外巨头，出海持续推进

### 1.1. 中国+海外市场+Tier 1，打造独特商业模式

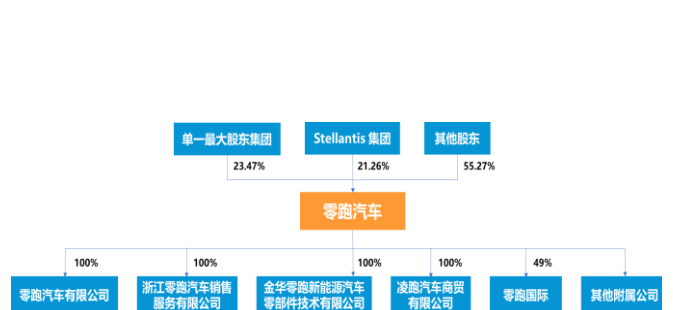
**Stellantis 入股零跑，形成紧密合作。**2023 年 10 月 26 日 Stellantis 对零跑进行股权投资，宣布以约 15 亿欧元获取零跑汽车约 20%的股权及 2 个董事会席位。Stellantis 获得的约 20%股权一部分来自零跑汽车的股东大华股份以 34.92 亿港元的价格向 Stellantis 转让的 7.88%零跑股份，另一部分来自零跑向 Stellantis 配发及增发的 1.94 亿股 H 股(认购价为 43.8 港元)。此次交易完成后，零跑的单一最大股东集团仍为朱江明、傅利泉、刘云珍（朱江明配偶）及陈爱玲（傅利泉配偶）组成一致行动人，Stellantis 成为零跑汽车第二大股东，大华技术不再持有零跑股份。

图1: Stellantis 集团与零跑达成战略合作



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2: 零跑汽车股权架构（截至 2024H1）



数据来源：wind，东吴证券研究所

**成立零跑国际，借助 Stellantis 的海外销售资源发力海外市场。**Stellantis 集团和零跑汽车将以 51: 49 的比例成立名为零跑国际的合资公司。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的资格。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担任零跑国际 CEO。

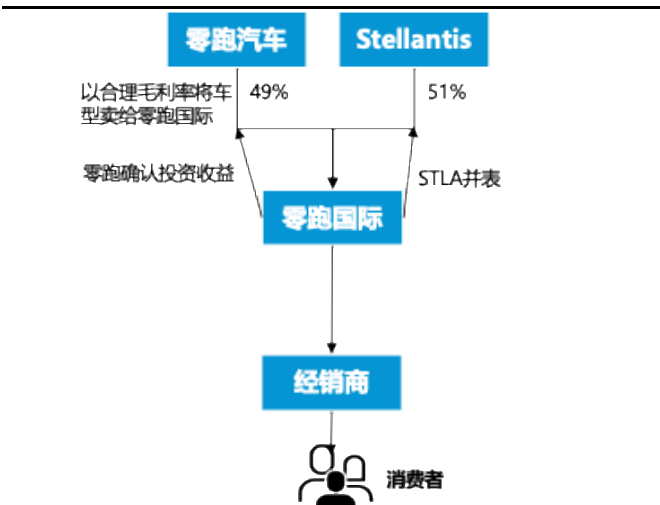
图3: 零跑汽车商业模式汇总

	中国市场	海外市场-零跑国际	Tier1 供应商
核心优势	核心领域全域自研 + 技术降本	轻资产出海 零跑自身产品竞争力+Stellantis集团渠道等资源赋能	成本优势 三电核心零部件自研自制 自研部件已经过量产上车验证
目标市场	10-20万元主流市场	2024年开启四大区域销售（欧洲/中东和非洲/南美/印度和亚太）	Stellantis集团及其他主机厂供应链体系
产品规划	未来3年平均每年推出2-3款新车型	未来3年平均每年至少推出1款新车	智能化出行终端解决方案供应商
产品路线	纯电+增程	纯电+增程 左舵+右舵	核心零部件、三电模块、下车体（含三电）、整车级车型及平台

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

**分成模式设计减少内部博弈。**零跑将车卖给零跑国际产生正毛利，但为了合资公司共同利益，此环节零跑不会截取过高利润；零跑国际将车型销售给海外经销商时获得利润，此环节为零跑出口利润主要来源，零跑以投资收益方式对此环节利润进行确认。此分成模式的设计旨在减少合作伙伴间博弈，共同为终端销售做出贡献。

图4：零跑汽车出口财务确认方式



数据来源：公司公众号，公司季度业绩说明会，东吴证券研究所

图5：零跑国际成立发布会



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

## 1.2. 面向全球各大洲快速布局产品，C10/T03 首批上市

**新车规划：**T03/C10 首批上市，后维持每年至少一款新车节奏。2023年9月，零跑汽车携首款全球车型 C10 亮相慕尼黑车展，成为零跑全球化战略的起点。零跑后续的产品都将以全球化设计理念、全球化研发标准打造。2024年7月 C10 和 T03 车型开始正式发往欧洲。在接下来的三年里，零跑国际每年将至少推出一款新车型。2024年10月巴黎车展上，首次参展的零跑汽车重磅发布了 B 系列首款紧凑型 SUV ——零跑 B10，

新车基于 LEAP3.5 架构 B 平台打造，将聚焦 10-15 万元市场，预计 2025 年在全球上市。

**定价思路：**根据公司 24Q1 业绩会，公司在海外市场策略为快速进入当地市场，在海外产品定价方面做到油电同价，在和竞品配置同等的情况下，零跑车型价格会更有竞争力。

图6：零跑国际产品规划



数据来源：零跑汽车公众号，东吴证券研究所

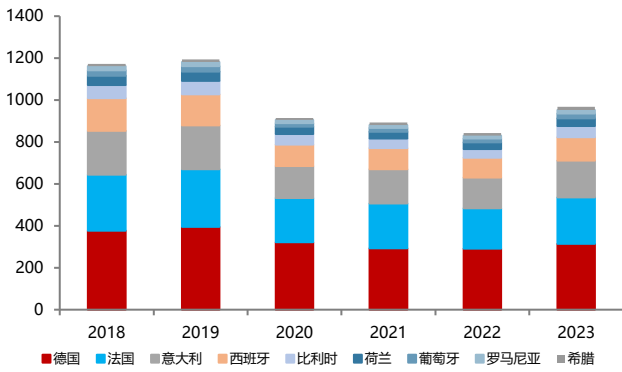
2024 年内零跑将面向汽车年销量千万辆级市场进行产品上市。零跑于 2024 年 9 月起在欧洲 9 国（法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、葡萄牙、比利时、希腊和罗马尼亚）开始销售零跑 C10 和 T03 电动汽车，2023 年上述 9 个国家汽车总销量为 968 万辆。2024 年底，零跑国际还将在中东和非洲地区的土耳其、以色列和法属海外领地，印度和亚太地区的澳大利亚、新西兰、泰国、马来西亚，以及南美地区的巴西和智利进行产品上市，2023 年上述国家地区汽车总销量为 1344 万辆。

图7：零跑国际市场拓展规划



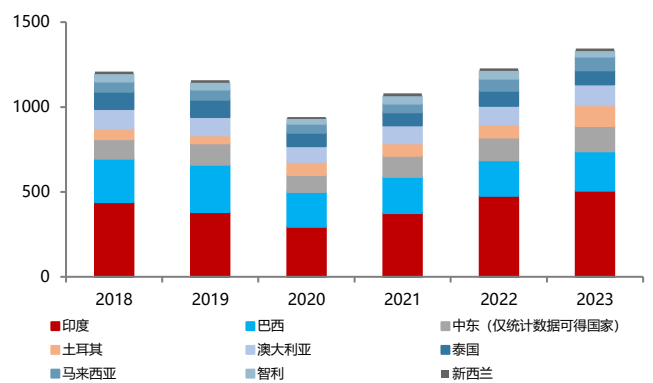
数据来源：零跑汽车公众号，东吴证券研究所

图8: 欧洲九国汽车总销量 (万辆)



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图9: 其余市场汽车总销量 (万辆)



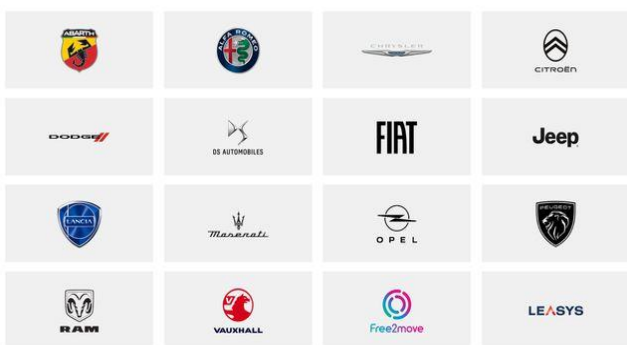
数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

## 2. 出口核心优势: 产能/渠道/售后全方位高效率

### 2.1. Stellantis 覆盖多品牌, 新能源销售规划较激进

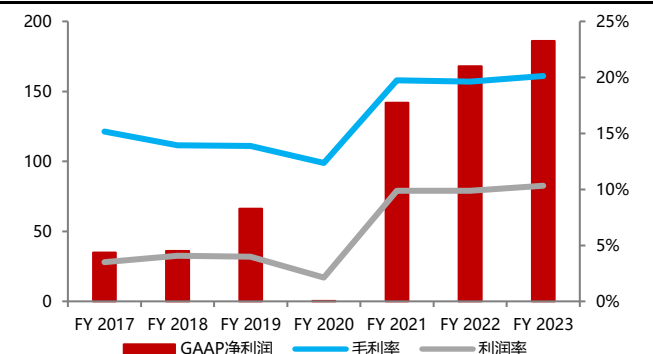
Stellantis 集团是世界领先的汽车制造商之一, 财务实力雄厚。S 集团由 14 个汽车品牌 and 两个移动部门组成, 覆盖超豪华、豪华、主流乘用车乃至重型皮卡、SUV 和轻型商务车等细分市场。主要品牌包括阿巴斯、阿尔法·罗密欧、克莱斯勒、雪铁龙、道奇、DS、菲亚特、Jeep、蓝旗亚、玛莎拉蒂、欧宝、标致、Ram、沃克斯豪尔、Free2move 和 Leasys。2023 年, 集团在全球范围内共销售汽车 617 万辆 (不含旗下合资公司销量), 实现净营收 1895 亿欧元, 净利润 186 亿欧元。公司疫情后毛利率维持在 20% 水平。

图10: Stellantis 主要品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图11: STLAGAAP 净利润 (左轴, 亿欧元) 及毛利率/利润率情况 (右轴/%)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2022 年 3 月 1 日 Stellantis 集团公布 “Dare Forward 2030” 战略规划, 目标是到 2030 年年底之前, 实现集团在欧洲售出的所有汽车均为纯电动车型, 在美国售出的汽车中有 50% 为纯电动车型。根据计划, 到 2030 年, 集团将会拥有超过 75 款纯电动车型, 在全

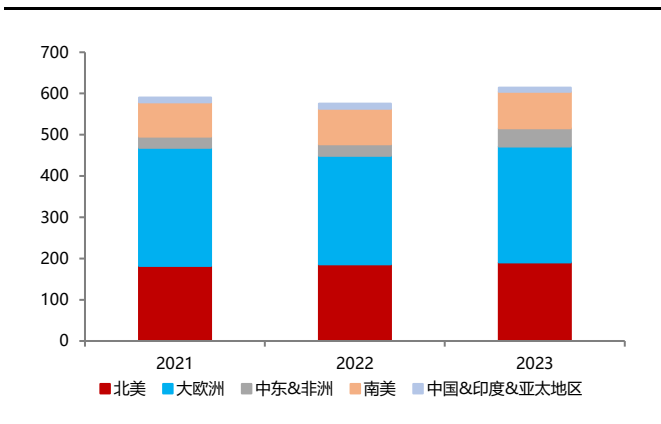
球范围内纯电动汽车年销量达到 500 万台。2023 年集团实际出售的 BEV 车型仅有 16.9 万辆，渗透率为 2.7%，与战略规划相差较远。零跑国际是 S 集团在完成新能源转型路径中重要的品牌补充。

图12: 零跑国际对 Stellantis 的重要意义



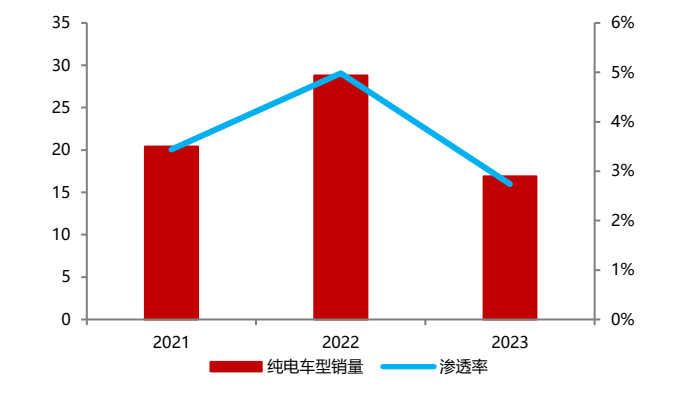
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图13: Stellantis 分区域总销量 (万辆)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图14: Stellantis 集团 BEV 车型销量 (万辆) 及渗透率情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2.2. 产能合作: 借助 Stellantis 全球产能实现本地化生产

欧洲贸易摩擦加剧背景下, 中国各车企选择本地建厂/借力合资方式对欧洲市场进行持续开拓。1) 本地设厂: 双反调查之前除吉利在欧洲有沃尔沃工厂之外, 其余车企均未在当地设厂。随着贸易争端和关税影响加剧, 2023 年起中国车企逐步在欧洲设厂, 进行本地化生产, 例如比亚迪/奇瑞(与当地车企合资)/上汽等。2) 合资: 零跑通过与 STLA 成立合资公司的方式在欧洲及其他市场进行拓展, 借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛的渠道网络、售后服务体系等商业资源, 可以有效避免关税等贸易不确定性。

零跑与 Stellantis 的合资企业零跑国际 (Leapmotor International) 已于 2024 年 6 月开始在 Stellantis 位于波兰蒂黑 (Tychy) 的工厂生产零跑电动汽车。我们认为借助 S 集团现有的产能体系/供应链配套体系, 可降低生产环节中与欧洲当地评审/工会/知识产权



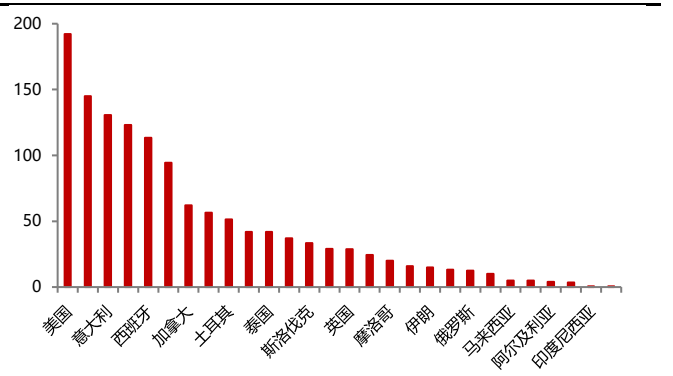
保护等方面的风险，投产效率更高，同时资本开支规模有望更低。除了欧洲外，S 集团在全球主要地区均布有产能，为零跑全球化拓展提供良好的生产基础。

图15: 中国车企在欧洲产能规划汇总

车企	海外基地	备注
比亚迪	匈牙利	2023 年 12 月比亚迪宣布在匈牙利赛格德市建设一个新能源汽车整车生产基地
奇瑞	西班牙	与西班牙汽车公司 Ebro-EV Motors 签署协议，将在西班牙巴塞罗那成立合资企业生产新型电动汽车。根据协议，该项目总投资 4 亿欧元（约 30 亿元人民币）
上汽集团	选址中	2023 年 7 月，上汽集团宣布将在欧洲建厂的工作提上议事日程，目前正在积极进行选址
长城汽车	选址中	2023 年 10 月，长城汽车总裁穆峰表示长城汽车已经开始推进欧洲工厂的选址工作，将在欧洲投放更多新能源车型

数据来源：公司官网，marklines，中国汽车报，东吴证券研究所

图16: Stellantis 全球产能统计（万辆）



注：截至 marklines 2024 年 10 月统计数据  
数据来源：marklines，东吴证券研究所

### 2.3. 渠道&售后：成熟体系提升运营效率

**渠道方面：**据中国汽车流通协会，欧洲市场除了传统经销商模式，还有重要的主体是总经销的方式，由授权总经销商在当地进行渠道建设和管理。近年行业整合加剧，主要品牌开始尝试代理制，海外优质渠道资源存在一定稀缺性。零跑国际针对核心市场配备了专职的业务负责人，计划在今年四季度完成拓展共计全球包括 Stellantis & You 网络在内的 350 家销售网点，其中欧洲超过 200 家，并于 2026 年将销售网络拓展至 500 家，以确保客户能享受到高水平的优质服务。零跑 C10、T03 与 Stellantis 集团旗下的 Jeep、阿尔法罗密欧、菲亚特、标致、雪铁龙等品牌的车型同店展示及销售，充分发挥各品牌用户到店量。与 S 集团原有经销体系合作，降低交易成本，同时对产品拓展提供较大助力。

图17: 零跑国际海外渠道



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

据汽车流通协会，车企海外售后维保体系建设也存在一定壁垒，欧洲在售后层面具备更严格的反垄断法，从实际要求看，欧盟《第 461/2010 号条例》规定，所有维修商都有平等获得汽车制造商维修保养技术信息的权利。目前，国内车企还很少通过相关平台，报备自己的售后维修保养技术信息。此外许多保险公司对中国车型存在维修成本高昂、缺乏技术信息、零部件更换等待时间过长等担忧从而保费较高。零跑国际从 Stellantis 集团在欧洲的成熟零部件物流体系中挑选了近 140 个物流中心用以配送零跑汽车的零备件，这将充分确保零跑国际合资公司能为其欧洲客户提供优质及完善的售后服务。

### 3. 出口预测：有望贡献较大利润弹性

#### 3.1. 欧洲市场环境：新能源补贴处于退坡中

德、法、荷兰等 2024 年仍需退坡，德国完全取消，其他国家幅度 10-30% 不等。德国 24 年 toc 端补贴取消，tob 端补贴 23 年 8 月底已完全取消；法国引入碳排放考核，补贴金额不变，但补贴车型减少；荷兰补贴微降 13% 至 0.255 万欧元。

图 18：欧洲电动车补贴政策变化

国家	2023 年				2024 年				
	车辆类型	要求	补贴金额 (万欧元)	变动幅度	车辆类型	要求	补贴金额 (万欧元)	变动幅度	
德国	直接补贴	BEV	<4 万欧元	0.675	下降 0.225-0.3 万欧元，9 月 1 日起 tob 补贴取消，toc 不变	BEV	-	取消	下降
			4-6.5 万欧元	0.45					
		PHEV	<4 万欧元	取消		PHEV	-		
		4-6.5 万欧元	取消						
法国	直接补贴	个人 BEV	<4.7 万欧元	0.7 (低收入) / 0.5	下降 0.1 万欧元	个人 BEV	考察生产过程中的碳排放，65% 车型可补贴	0.5-0.7	下降
荷兰	直接补贴	个人新 BEV	1.2-4.5 万欧元	0.295	下降 0.04 万欧元	个人新 BEV	1.2-4.5 万欧元	0.255	下降 0.04 万欧元，2025 年取消
				0.2	不变			0.2	不变，2025 年取消
		个人二手 BEV							
意大利	直接补贴	BEV	<6.1 万欧元	0.3	不变 (至 2024 年)	BEV	<6.1 万欧元	0.3	不变
		PHEV		0.2		PHEV			
	置换补贴	BEV	<6.1 万欧元	0.2		BEV	<6.1 万欧元	0.2	
		PHEV		0.2		PHEV		0.2	
英国	直接补贴	小型/大型 BEV 箱式货车	-	取消	取消	-	-	-	
瑞典	直接补贴	EV	-	-	取消	EV	取消	取消	不变
		PHEV <60gCO2/km	-	-		PHEV (最高 60gCO2/km)			
西班牙	直接补贴	EV/续航大于 90km 的 BEV/PHEV	<4.5 万欧元	0.45	不变	零排范围 > 30 公里 100%EV/PHEV	<4.5 万欧元	0.45	不变 (待定)
	置换补贴			0.25					
挪威	直接补贴	个人新 BEV		阶梯式征收购置税	下降	个人新 BEV	-	阶梯式征收购置税	不变

数据来源：marklines，各国汽车协会，东吴证券研究所

欧洲车企在 2021-2022 年均转向电动化，目标多为 2030 年电动化率达到 50%。奔驰由于此前目标过于激进，推迟 5 年至 2030 年达到电动化率 50%，其余车企基本不变；

由于欧洲需求疲软，且面临特斯拉、中国车企竞争压力，短期欧洲车企从此前激进规划回归更务实的态度，25-26 年为新一轮新车周期。对零跑而言考虑新车上量节奏，仍有 1 年左右竞争较少窗口期。

图19：欧洲车企电动化目标及新车计划

车企	电动化目标	战略规划
大众集团	<p><b>2021 年提出的 2030 年计划：</b>2026 年将在新平台生产纯电动车，到 2030 年时纯电动车占比达到 50%，到 2040 年时旗下产品实现零排放，到 2050 年时实现碳中和目标。</p> <p>自 2022 年奥博穆上任后，大众汽车集团投资 1800 亿欧元提出“十点行动计划”，包括周期计划、产品、中国市场、北美业务、Cariad、研发平台与技术、电池和充电、出行服务、可持续性、资本市场。</p> <p><b>2023 年 12 月，奥迪新任 CEO 格诺特·杜尔纳表示，短期内将继续推广内燃机、插电式混合动力汽车，纯电动汽车推出的速度放缓。</b>根据此前奥迪品牌规划显示，到 2026 年推出 20 款新车型，其中一半产品将是纯电动车型。</p>	<p>大在 2024 年推出第二个电动车模块化平台 PPE，奥迪 Q6 e-tron 将是这个平台的首发车型。</p> <p>从 2025 年开始增强版的 MEB+平台将会问世。</p>
现代起亚	<p>22 年起亚发布 2030 年战略规划，2030 年全球销量 400 万辆，电动化率 50%。其中，纯电 2026 年销量 80.7 万辆，2030 年 120 万辆。至 2027 年，起亚将打造由 14 款纯电动车型组成的完整阵容。</p>	<p>起亚计划到 2027 年底，将在全球市场推出 15 款电动新车，包括 EV1 到 EV9 的 9 款车型。大型电动车 EV6 已在欧洲上市 2 年，EV9 年底欧洲上市。小型车 EV5、EV3、EV4 将于 24-25 年上市，其中 EV5 将于 24 年中国和韩国上市，3-4 将于 25 年在欧洲上市。</p>
戴姆勒	<p>2021 年电动化目标：到 2025 年电动车销量占比达到 50%。到 2030 年，奔驰将在纯电友好的市场提供全面电动化的产品阵容。</p> <p><b>2024 年宣布推迟电动转型计划 5 年，到 2030 年电动车占比 50%</b>，并表示做好了继续生产燃油车的准备。</p>	-
宝马	<p>2021 年，宝马电动化目标：至 2030 年，纯电动车型将至少占到宝马集团总交付量的 50%。其中，2023 年，纯电销量将占到集团全球年销量的 15%，2024 年 20%，2025 年达到 25%，2026 年达到 33%，到 2030 年将占据 50%。</p>	<p>Neue Klasse 是宝马耗巨资计划打造的一个全新电动汽车平台将于 <b>2025 年下半年推出</b>，并基于新平台将在两年内推出 6 款新车，首批车型是 SUV 和轿车，并将选用圆柱形锂电池。</p>
雷诺日产	<p>2021 年，雷诺电动化目标：到 2025 年，电动乘用车的份额提升到 65%；到 2030 年，目标是电动乘用车至少占有 90% 的份额。</p> <p>2021 年，日产电动化目标：到 2030 年，电动化率 50%。并且，至 2026 财年，欧洲市场电驱版车型销量占车型总销量 75% 以上。</p>	<p>根据雷诺的新车规划图，到 2024 年雷诺将推出至少 4 辆全新电动车，其中包括雷诺 R4 和 R5 的电气化版本，以及一款全新电动车和一款货车。</p> <p>在 2024 年，日产计划推出新版 Micra，这将是一个零排放的版本，并且会使用与雷诺 5 相同的平台。</p>

数据来源：marklines，各国汽车协会，东吴证券研究所

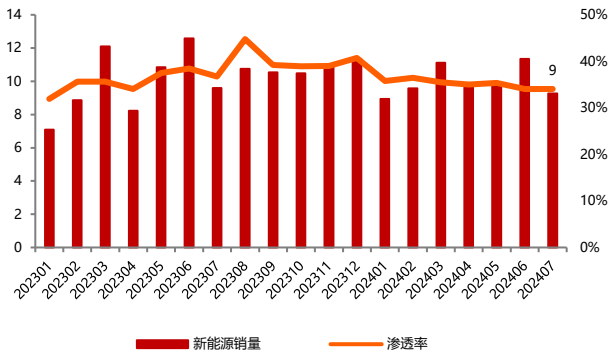
### 3.2. 竞品对比&销量预测：C10&T03

C10 在欧洲对应为 C-D 级别新能源 SUV 车型，此类车型在欧洲九国对应的月销水平为 10 万辆左右。欧洲九国 C&D 级 SUV 市场新能源渗透率自 2023 年初以来基本维持在 35% 左右，销量/渗透率均未有显著增长。

以车长&轴距为划分标准，C10 在欧洲九国核心竞品包括新能源车型：大众 ID.4（2024 年 7 月销 1600 辆）、特斯拉 Model Y（2024 年 7 月销 5700 辆）、斯柯达 ENYAQ IV（2024 年 7 月销 2300 辆）等；油车车型：该尺寸下基本为豪华品牌（GLC/X3/Q5 等）。与竞品相比，结合零跑对新车定价思路，我们认为 C10 除了座舱等智能化优势外，核心优势或体现在价格&空间等。结合欧洲 9 国 C/D 级新能源市场表现（渗透率稳定，核心竞品油车品牌力较强）以及 C10 预计略低于 4 万欧元的定价，我们对 C10 在这些国家的销量表现持相对保守态度，预计稳态月销规模与 ID.4 相近。

图20：欧洲 9 国新能源 C/D 级 SUV 销量（万辆）

图21：C10 海外竞品分析



注：此处新能源车指包含 HV/PHV/EV 在内的能源类型  
数据来源：marklines，东吴证券研究所

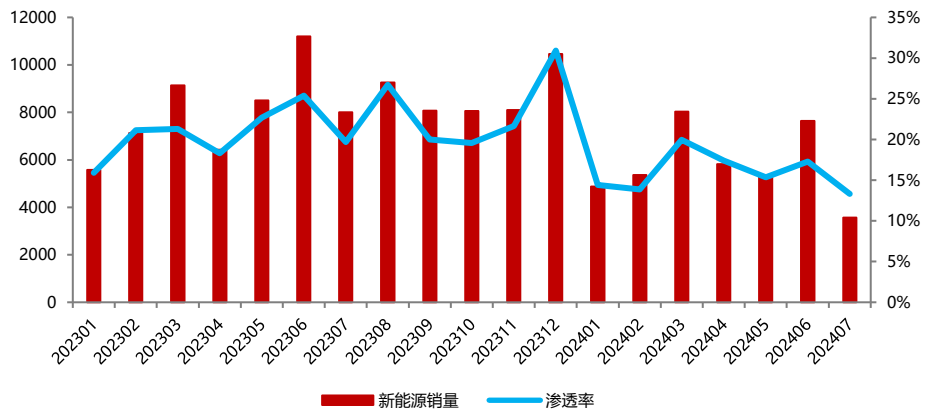
车型	C10	Model Y	ID.4	ENYAQ IV
能源类型	BEV/EREV	BEV	BEV	BEV
价格 (万欧元) / 以德国为例	3.64	4.3-5.6	3.4-4.6	3.3 起
续航 /km	410-530	455-600	488-574	527-553
长宽高 /mm	4739*1900*1680	4751*1921*1624	4612*1852*1640	4649*1879*1621
轴距 /mm	2825	2890	2765	2765
2023 年累计销量 / 万辆	—	13	4	4

数据来源：marklines，东吴证券研究所

T03 在欧洲对应为 A 级别新能源车型，此类车型在欧洲九国对应的月销水平为 5000-7000 辆左右。欧洲九国 A 级车市场新能源渗透率由于补贴退坡影响，2024 年相比 2023 年整体下滑，2024 年 7 月仅有 13%。

T03 在欧洲九国核心竞品包括纯电车型：Fiat 500 (EV 版 2023 年平均月销 8300 辆。下述括号中销量表述均为 2023 年平均月销口径)、Twingo (1400 辆)；Mild EV 车型：Fiat Panda (9100 辆)、Fiat 500 (5800 辆)；ICE 车型：Hyundai i10 (3700 辆)、Morning (3800 辆)。结合欧洲 9 国补贴退坡后 A 级新能源市场表现以及 T03 预计低于 2 万欧元的定价（显著低于 FIAT 500），我们对 T03 销量表现持偏乐观态度。

图22：欧洲 9 国新能源 A 级车销量（辆）



注：此处新能源车指包含 HV/PHV/EV 在内的所有能源类型  
数据来源：marklines，东吴证券研究所

图23：T03 海外竞品分析

车型	T03	Fiat 500	Twingo	Fiat Panda	Hyundai i10	Morning
能源类型	BEV	BEV/Mild HV	BEV	Mild HV	ICE	ICE
价格 (万欧元)	1.89	1.68-3	2.4	1.6	1.5-1.7	1.4-1.6
续航/km	200-403	190	125-135	——	——	——
长宽高/mm	3620*1652*1605	3632*1900*1527	3605*1900*1405	3650*1643*1551	3585*1595*1540	2595*1595*1480
轴距/mm	2400	2322	2400	2301	2425	2400
2023 年累计销量/万辆	——	13	2	11	4	5

数据来源: marklines, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设, 我们对零跑汽车 2024~2026 年盈利进行预测。

1) 零跑汽车 2023 年实现批发销量 14.4 万辆, 我们预期 2024~2026 年在 C16/B 系列等新车贡献下公司可分别实现批发销量 28.0/48.7/65.7 万辆, 分别同比 +94%/+74%/+35%。2) 规模效应下我们预期公司 2024~2026 年综合毛利率分别为 4.9%/9.0%/11.5%。

表1: 盈利预测关键假设

	2023	2024E	2025E	2026E
销量/万辆	14.4	28.0	48.7	65.7
YOY	30%	94%	74%	35%
单价/万辆	11.6	10.9	11.7	12.1
毛利率	0.5%	4.9%	9.0%	11.5%
研发费用率	-11.5%	-9.1%	-6.2%	-6.0%
管理费用率	-5.1%	-3.5%	-2.0%	-2.0%
销售费用率	-10.7%	-6.3%	-4.2%	-3.5%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们对出口各环节开支以及实际终端售价进行简化假设计算, 并假设零跑卖给零跑国际环节利润贡献有限。可得 T03/C10 贸易出口单车利润 (未包含人力成本&管理费用和其他固定开支) 为较高, 结合我们前述销量预期, 预计将为零跑提供正向且较多投资收益贡献。

图24: 零跑汽车欧洲利润测算核心假设 (2024 年 10 月 15 日)

核心假设	T03	C10
保费/%	1%	1%
海运费/万欧元	0.125	0.125
关税/%	10%	10%
惩罚性关税/%	21%	21%
增值税率/%	20%	20%
渠道返利	10%	10%
MSRP/万欧元	1.89	3.64
Other(Outbound logistics,waranty)/万欧元	0.06	0.06

数据来源：海关总署，东吴证券研究所

基于对公司海外业务较高的预期，我们上调公司 2024 年-2026 年归母净利润预期至 -37.2/-6.9/24.0 亿元（原为 -42.3/-11.3/16.3 亿元）。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车作为公司的可比公司，对应 2024~2026 年 PS 均值为 1.6/1.0/0.8 倍。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，同时出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2024 年 10 月 15 日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	营业收入/亿元			PS/倍		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	2,045	1463	1918	2507	1.4	1.1	0.8
9866.HK	蔚来-SW	887	761	1157	1256	1.2	0.8	0.7
9868.HK	小鹏汽车-W	825	387	742	1090	2.1	1.1	0.8
	可比公司算术平均 PS					1.6	1.0	0.8
9863.HK	零跑汽车	394	306	568	798	1.2	0.6	0.5

注：业绩预测值均来源于东吴证券研究所；表中货币单位均为人民币，换算汇率为 1 港元 ≈ 0.92 人民币  
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**全球经济复苏力度低于预期。**如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。

**L3-L4 智能化技术创新低于预期。**如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。

**全球新能源渗透率低于预期。**如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。

**地缘政治不确定性风险增大。**海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

## 零跑汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>22,469.74</b>	<b>24,781.63</b>	<b>35,441.30</b>	<b>48,939.84</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,747.37</b>	<b>30,624.06</b>	<b>56,790.90</b>	<b>79,807.08</b>
现金及现金等价物	11,731.39	13,401.49	19,507.91	29,633.27	营业成本	16,666.22	29,119.13	51,679.72	70,629.27
应收账款及票据	926.34	1,020.80	1,893.03	2,216.86	销售费用	1,795.20	1,933.82	2,385.22	2,793.25
存货	1,719.47	1,617.73	2,153.32	2,942.89	管理费用	857.51	1,077.02	1,135.82	1,596.14
其他流动资产	8,092.54	8,741.61	11,887.05	14,146.82	研发费用	1,919.79	2,777.70	3,521.04	4,788.42
<b>非流动资产</b>	<b>5,983.68</b>	<b>6,352.92</b>	<b>7,067.43</b>	<b>7,765.76</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,868.42	4,306.72	5,100.77	5,882.74	<b>经营利润</b>	<b>(4,491.35)</b>	<b>(4,283.60)</b>	<b>(1,930.89)</b>	<b>0.00</b>
商誉及无形资产	734.55	709.02	667.78	622.43	利息收入	229.36	269.82	294.83	572.17
长期投资	44.26	55.97	67.67	79.38	利息支出	72.22	110.81	132.75	117.69
其他长期投资	793.70	693.70	593.70	493.70	其他收益	118.01	403.88	1,081.18	1,946.82
其他非流动资产	542.75	587.51	637.51	687.51	<b>利润总额</b>	<b>(4,216.20)</b>	<b>(3,720.71)</b>	<b>(687.62)</b>	<b>2,401.31</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,453.42</b>	<b>31,134.55</b>	<b>42,508.73</b>	<b>56,705.60</b>	所得税	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	<b>13,953.70</b>	<b>19,863.83</b>	<b>31,681.90</b>	<b>43,233.72</b>	<b>净利润</b>	<b>(4,216.27)</b>	<b>(3,720.71)</b>	<b>(687.62)</b>	<b>2,401.31</b>
短期借款	1,581.16	2,259.52	2,937.89	3,616.26	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	9,846.87	12,941.84	20,097.67	27,466.94	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(4,216.27)</b>	<b>(3,720.71)</b>	<b>(687.62)</b>	<b>2,401.31</b>
其他	2,525.67	4,662.48	8,646.34	12,150.53	EBIT	(4,373.34)	(3,879.72)	(849.71)	1,946.82
<b>非流动负债</b>	<b>2,001.52</b>	<b>2,488.75</b>	<b>2,728.00</b>	<b>2,967.26</b>	EBITDA	(3,804.37)	(3,542.50)	(447.70)	2,365.01
长期借款	891.81	1,131.07	1,370.32	1,609.58					
其他	1,109.71	1,357.68	1,357.68	1,357.68					
<b>负债合计</b>	<b>15,955.22</b>	<b>22,352.58</b>	<b>34,409.90</b>	<b>46,200.98</b>					
股本	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(3.15)	(2.78)	(0.51)	1.80
归属母公司股东权益	12,498.20	8,781.97	8,098.83	10,504.62	每股净资产(元)	9.35	6.57	6.06	7.86
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,453.42</b>	<b>31,134.55</b>	<b>42,508.73</b>	<b>56,705.60</b>	发行在外股份(百万股)	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97
					ROIC(%)	(34.96)	(28.59)	(6.91)	13.84
					ROE(%)	(33.74)	(42.37)	(8.49)	22.86
					毛利率(%)	0.48	4.91	9.00	11.50
					销售净利率(%)	(25.18)	(12.15)	(1.21)	3.01
					资产负债率(%)	56.07	71.79	80.95	81.48
					收入增长率(%)	35.23	82.86	85.45	40.53
					净利润增长率(%)	-	-	-	-
					P/E	-	-	-	14.84
					P/B	2.85	4.06	4.40	3.39
					EV/EBITDA	(9.06)	(7.24)	(45.67)	4.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年10月15日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>