

零跑汽车 (09863.HK)

销售旺盛，Q3 毛利率超预期

销量亮眼，Q3 毛利率超预期。受益于7月以旧换新政策加码、C10和C16等新车爬坡，公司Q3交付了86165辆汽车，同比/环比增长了94%/62%。销量拉动下，Q3收入同比增长74.3%至98.6亿人民币。由于1)相对高价的C10和C16快速上量、产品销售结构优化，2)公司持续改善成本管理工作，3)规模效应，公司Q3毛利率同比/环比大幅提升6.9/5.3pct至8.1%，毛利润同比大涨100%+至8亿左右。费用整体小幅增长，增速远小于收入增速，因此费用率大幅收窄。与此同时，Q3归母净亏损收窄明显，亏损幅度同比降低30%至6.9亿，亏损率环比收窄15pct至7%；经调整净亏损为5.4亿，经调整净亏损率为5%左右。

汽车销售结构优化，全年销量大概率超出目标。零跑汽车2024Q3销售的86165辆汽车中，大约有78.3%为C系列车型，整体产品结构有所改善。从月度高频销量数据来看，零跑汽车销量节节攀升，7/8/9月销量分别为22093/30305/33767辆，10月进一步增长到38177辆。我们预计，随着以旧换新政策的持续影响、年底进一步冲量，零跑汽车Q4销量有望进一步增长到11万以上，拉动公司全年销量远超此前的25万销售目标。展望明年，公司规划了3款B系列新车，我们预计这三款新车分别在Q2/Q3/Q4开始交付。基于新车放量、海外销售，公司预计2025年销量能够实现50万辆以上。

规划扩大产能，打开新空间。公司当前在浙江金华工厂的产能已经基本打满，月产能大约为4万，正在加紧新建杭州工厂，目标2025年上半年投产。此外，公司正在规划金华第三座工厂，预计2025年底或2026年初投产，目标到明年年底规划年产能达到100万台，为明后年的销售提供充分的保障。

2024年海外销售目标为8000-12000台，预计明年年底之前实现本地化生产。T03和C10两款车型完成欧盟WVTA认证后，于2024年9月24日在欧洲正式上市。截至10月底，欧洲已开业339家经销商门店，超出此前的目标。未来，公司将逐步布局亚太、中东、非洲和南美市场，预计到2025年形成500家以上渠道规模。当前，欧盟对华加征反补贴关税方案落地，零跑坚定加速实现本地化生产的决心。未来，公司计划依托Stellantis在当地已有的整车制造工厂来推进零跑的本地化制造，预计2025年年底之前实现本地化生产。

全年预计超额完成5%的毛利率目标。公司Q1-3整体实现4.8%的毛利率，Q3毛利率超预期达到8.1%，我们预计Q4随着规模经济进一步环比改善，因此全年有较大概率超额完成5%的毛利率目标。展望明年，我们预计公司国内市场有望实现10%以上的毛利率水平，出海部分预计实现3%的毛利率水平（零跑汽车对零跑国际的销售部分），因此我们预计零跑汽车2025年将实现9%左右的平均毛利率。

投资建议：我们预计公司2024-2026年销量约29/50/72万辆，总收入达322/550/817亿元；2024-2026年归母净利润率为-9%/-2%/2%。以11月11日汇率测算，我们给予零跑汽车595亿港元目标估值，对应1x 2025e P/S，给予其(9863.HK)45港元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：新车型销量不及预期风险、海外销售不及预期、价格竞争激烈风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,385	16,747	32,244	55,045	81,718
增长率YoY(%)	295	35	93	71	48
归母净利润(百万元)	-5,109	-4,216	-3,033	-1,146	1,710
增长率YoY(%)	-80	17	28	62	249
归母净利润率(%)	-41.3	-25.2	-9.4	-2.1	2.1
EPS(元/股)	-4.9	-3.6	-2.6	-1.0	1.5
P/S(倍)	3.4	2.5	1.3	0.8	0.5
P/B(倍)	7.9	5.8	7.0	7.1	5.6

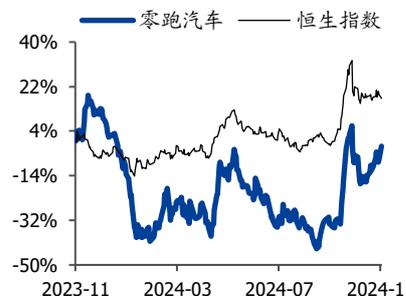
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年11月11日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
11月11日收盘价(港元)	33.90
总市值(百万港元)	45,323.15
总股本(百万股)	1,336.97
其中自由流通股(%)	83.50
30日日均成交量(百万股)	6.63

股价走势



作者

分析师	夏君
执业证书编号:	S0680519100004
邮箱:	xiajun@gszq.com
分析师	刘玲
执业证书编号:	S0680524070003
邮箱:	liuling3@gszq.com

相关研究

- 《零跑汽车(09863.HK): 新车快速上量, 海外销售在即》 2024-08-20
- 《零跑汽车(09863.HK): 出海如期推进, 盈利改善可期》 2024-05-31
- 《零跑汽车(09863.HK): 持续降本增效, 盈利逐步改善》 2024-04-09

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13638	22470	31701	35236	57606
现金及现金等价物	6949	11731	15936	19458	35732
受限制现金	1822	2800	2800	2800	2800
贸易应收款项及应收票据	1685	926	3552	2870	6210
存货	1749	1719	4120	4815	7571
其他流动资产	1433	5293	5293	5293	5293
非流动资产	5629	5984	7685	9377	11062
固定资产	3208	3868	3955	4032	4102
使用权资产	820	732	732	732	732
无形资产	447	450	450	450	450
于一家联营公司的投资	30	44	44	44	44
其他非流动资产	1124	889	2504	4119	5734
资产总计	19268	28453	39386	44613	68668
流动负债	9257	13954	26919	32292	53637
借款	1019	1581	2244	2906	3569
贸易应付款项及应付票据	5987	9847	19352	22532	39399
经营租赁负债流动部分	149	104	104	104	104
其他流动负债	2103	2422	5219	6750	10565
非流动负债	1752	2002	2002	2002	2002
长期借款	773	892	892	892	892
其他非流动负债	978	1110	1110	1110	1110
负债合计	11009	15955	28920	34294	55639
股本	1012	1143	1337	1337	1337
储备	10790	16796	25058	26058	27058
未分配利润	-9680	-13897	-16929	-18075	-16366
归属母公司股东权益	8259	12498	10465	10319	13029
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	8259	12498	10465	10319	13029
负债及权益总额	19268	28453	39386	44613	68668

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2400	1082	4657	3975	16726
净利润	-5109	-4216	-3033	-1146	1710
折旧及摊销	416	601	414	423	430
营运资金变动	2174	5210	7276	4698	14586
其他经营现金流	120	-514	0	0	0
投资活动现金流	-1292	-4860	-2115	-2115	-2115
购买固定资产	-1371	-1364	-500	-500	-500
其他投资现金流	79	-3496	-1615	-1615	-1615
筹资活动现金流	6355	8552	1663	1663	1663
短期借款	1254	2026	2000	2000	2000
普通股增加	0	7778	1000	1000	1000
其他筹资现金流	5102	-1252	-1337	-1337	-1337
现金净增加额	2664	4773	4205	3523	16274

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12385	16747	32244	55045	81718
营业成本	14296	16666	30033	50261	74318
毛利润	-1911	80	2211	4785	7400
研发费用	1411	1920	2801	3400	3720
销售费用	1114	1795	2003	2200	2200
行政费用	398	842	858	1115	1360
经营利润	-4436	-3635	-2593	-815	1480
财务费用	106	157	680	1156	1716
金融资产减值亏损净额	-2	0	-0	0	0
其他收入	84	89	83	80	80
其他收益净额	-31	26	-69	-181	-181
应占联营公司溢利净额	12	4	-18	-25	-25
所得税费用	-0	-0	-0	0	0
净利润	-5109	-4216	-3033	-1146	1710
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-5109	-4216	-3033	-1146	1710

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	295	35	93	71	48
营业利润(%)	79	-15	-17	-41	-106
归属于母公司净利润(%)	-80	17	28	62	249
获利能力					
毛利率(%)	-15.4	0.5	6.9	8.7	9.1
净利率(%)	-41.3	-25.2	-9.4	-2.1	2.1
ROE(%)	-61.9	-33.7	-29.0	-11.1	13.1
ROIC(%)	-95.2	-162.9	192.4	69.4	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.1	56.1	73.4	76.9	81.0
净负债比率(%)	-71.8	-81.2	-130.8	-160.4	-246.9
流动比率	1.5	1.6	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	1.0	1.3	1.4
应收账款周转率	10.0	12.8	14.4	17.1	18.0
应付账款周转率	3.3	2.1	2.1	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-4.9	-3.6	-2.6	-1.0	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.1	0.5	2.0	1.7	7.2
每股净资产(最新摊薄)	4.0	5.4	4.5	4.4	5.6
估值比率					
P/S	3.4	2.5	1.3	0.8	0.5
P/B	7.9	5.8	7.0	7.1	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 11 日收盘价

图表 1: 零跑汽车核心盈利预测: 年度

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量 (辆)	111,168	144,155	290,361	500,166	724,291
S01	63	-	-	-	-
T03 国内	61,919	38,454	58,470	52,000	50,440
C11	44,371	80,708	76,561	79,000	76,630
C01	4,815	24,993	25,484	25,841	23,774
C10 国内	-	-	74,148	94,000	91,180
C16	-	-	45,000	79,000	76,630
B 系列车型国内	-	-	-	100,000	215,000
海外销售及 2026 年新车	-	-	10,698	70,325	190,637
总收入 (百万元)	12,385	16,747	32,244	55,045	81,718
汽车及部件销售	12378	16733	32212	54988	81634
汽车监管积分销售及服务	7	14	33	58	83
毛利 (百万元)	-1,911	80	2,211	4,785	7,400
毛利率	-15%	0%	7%	9%	9%
研发费用率	-11.4%	-11.5%	-8.7%	-6.2%	-4.6%
销售费用率	-9.0%	-10.7%	-6.2%	-4.0%	-2.7%
管理费用率	-6.8%	-5.1%	-3.5%	-2.5%	-1.7%
营业利润 (百万元)	-5,278	-4,492	-3,708	-2,175	120
营业利润率	-43%	-27%	-11%	-4%	0%
归母净利润 (百万元)	-5,109	-4,216	-3,033	-1,146	1,710
净利润率	-41%	-25%	-9%	-2%	2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表2: 零跑汽车核心盈利预测: 季度

	24Q1	24Q2E	24Q3E	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (辆)	33,410	53,286	86,165	117,500	80,000	113,790	138,276	168,100
T03 国内	9,433	14,037	15,000	20,000	11,000	13,000	13,000	15,000
C11	12,122	15,000	16,439	33,000	17,000	20,000	20,000	22,000
C01	3,998	7,000	6,986	7,500	5,000	6,790	6,776	7,275
C10 国内	7,857	16,249	24,042	26,000	20,000	24,000	24,000	26,000
C16	-	1,000	19,000	25,000	16,000	20,000	20,000	23,000
B 系列车型国内	-	-	-	-	-	15,000	35,000	50,000
海外销售	-	-	4,698	6,000	11,000	15,000	19,500	24,825
总收入 (百万元)	3,486	5,378	9,856	13,524	8,979	12,614	15,115	18,337
车辆销售	3,483	5,372	9,846	13,511	8,970	12,601	15,099	18,318
服务及其他	3	6	10	14	9	13	16	19
毛利 (百万元)	-50	151	803	1,308	760	1,071	1,251	1,702
毛利率	-1%	3%	8%	10%	8%	8%	8%	9%
研发费用率	-14.9%	-13.0%	-7.9%	-5.9%	-9.1%	-6.7%	-5.7%	-4.8%
销售费用率	-12.3%	-8.8%	-5.6%	-4.1%	-6.1%	-4.4%	-3.6%	-3.0%
管理费用率	-4.0%	-5.5%	-3.4%	-2.5%	-3.8%	-2.7%	-2.2%	-1.9%
营业利润 (百万元)	-1,138	-1,321	-867	-382	-950	-659	-499	-68
营业利润率	-33%	-25%	-9%	-3%	-11%	-5%	-3%	0%
归母净利润 (百万元)	-1,013	-1,199	-692	-130	-793	-425	-213	285
净利润率	-29%	-22%	-7%	-1%	-9%	-3%	-1%	2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 2024Q2、2024Q3 分车型销量数据为估计数据。)

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com