

零跑汽车（09863）

证券研究报告

2025 年 02 月 11 日

国内迎来新车周期与规模效应，携手 Stellantis 出海打开空间

国内业务：核心部件自制率高，成本控制能力打造极致产品性价比

自研优势突出：全域自主研发，核心技术自制率达 70%，涵盖整车架构、电子电气架构、电池、电驱、智能座舱、智能驾驶等多方面，零件减少、性能提升、功能集成度高。

产品布局丰富：聚焦 5 - 20 万元新能源市场，在售车型包括 C01、C11、T03、C16、C10，矩阵完善且可扩展，新车规划覆盖多系列。核心部件自研自制，成本控制佳。

财务状况改善：24 年四季度实现净利润转正，公司预计 24 年毛利率不低于 8%。我们预计 25、26 年实现盈利。通过新车型带动、BOM 成本下降、经销商返利调整及规模效应实现。新车规划：25 年推出 B 系列，聚焦 10-15 万元市场；公司还计划推出 D 系列车型，预计 25 年 12 月亮相，聚焦 20-30 万元级别市场。

海外业务：携手 stellantis，成为欧洲平价新能源车破局者

合作加速出海：2023 年 10 月与 Stellantis 合作，后者投资 15 亿欧元获约 20% 股份，成立零跑国际负责海外业务，股权架构明确。

借鉴成功经验：中国车企出海有不同模式，零跑与 Stellantis 合作，双方品牌契合，优势互补。

Stellantis 优势显著：全球销量第四，欧洲市占率 18%仅次于大众。2030 年电动化目标激进，渠道改革完成，盈利能力出色，EBIT 利润率 13%。零跑与 Stellantis 合作开发平价车型，提升性价比，缓解续航焦虑。

零跑国际：T03、C10 定位走量新能源车，具备跨级竞争力

欧洲开售定价优：2024 年 9 月 C10、T03 在欧洲多国开售，定价性价比高，T03 对标达契亚 spring 等，C10 对标大众 ID4 等，空间、续航、智能配置有优势。

合作模式清晰：以高性价比电动小车为主，拓展细分市场。通过零跑国际销售，利用 Stellantis 的分销渠道，销量增长空间广阔。

盈利预测与投资建议

交付量稳步上升：C16、C10 等新车型将推动零跑汽车交付量持续增长，零跑从毛利率到净利率的跃升潜力显著。

估值切换值得关注：零跑正处于关键发展期，估值方式将逐步切换。当前市值/收入比低于同行平均水平，未来估值提升空间大。

我们预计公司 24-26 年实现营业收入 316、550、840 亿元，归母净利润-28、3、29 亿元。我们给予零跑目标估值 550 亿元，对应目标价为 41.14 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车行业景气度下行风险、智能汽车渗透率提升不及预期、汽车行业竞争加剧、新能源汽车销量增长不及预期

投资评级

行业	非必需性消费/汽车
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	35.35 港元
目标价格	41.14 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,336.97
港股总市值(百万港元)	47,261.75
每股净资产(港元)	8.56
资产负债率(%)	60.34
一年内最高/最低(港元)	37.45/18.64

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

王彬宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070005
wangbinyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

目录

1. 国内业务：核心部件自制率高，成本控制能力打造极致产品性价比	4
1.1. 发展历程：15 年成立脱胎于大华股份，具备深厚技术背景	4
1.2. 技术优势：具备全域自主研发能力，核心技术自制率高	5
1.3. 产品布局：围绕 5-20 万元级别新能源汽车推出多款车型	5
1.4. 产品优势：高自制率带来成本控制，打造极致性价比	6
1.5. 新车规划：完善产品序列，聚焦主流新能源车市场	7
2. 海外业务：携手 Stellantis，成为欧洲平价新能源车破局者	9
2.1. 与 Stellantis 合作出海，开拓全球市场	9
2.2. 中国车企在欧洲市场的探索：以上汽吉利为例	9
2.3. Stellantis 在欧洲市占率仅次于大众，拥有庞大消费基础	10
2.4. Stellantis 电动化目标激进，渠道改革完成，盈利能力出色	11
2.5. 强强联手打造平价新能源车	12
3. 零跑国际：T03、C10 定位走量新能源车，具备跨级竞争力	13
3.1. 欧洲 24 年 9 月正式开售，定价具备竞争力	13
3.2. T03 定位高性价比走量小车，精准定位 2 万欧元级别市场	13
3.3. C10 定位旗舰级 SUV，在 3 万欧元级别市场越级竞争	14
3.4. 出海合作模式带来新优势，有望释放盈利潜能	14
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 盈利预测：零跑国内月交付稳步爬坡，看好从毛利率到净利率的跃升	15
4.2. 估值&投资建议：关注从市值/销量比到 PS、PE 的估值切换	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：零跑汽车发展历程	4
图 2：零跑汽车自研情况	5
图 3：C11 及竞品车型对比	6
图 4：Stellantis 和零跑汽车签订协议	9
图 5：零跑汽车股权架构（截至 2024 年 6 月 30 日）	9
图 6：欧洲各品牌汽车市占率	10
图 7：欧洲 2023 年前 100 名畅销车型	11
图 8：欧洲 2023 年前 100 名畅销车型	11
图 9：欧洲各动力类型销量前十车型平均售价（万欧元）	12
图 10：欧洲各动力类型销量前十车型平均百公里油耗/电耗	12
表 1：零跑汽车管理层背景	4
表 2：不同车企核心技术自制情况	5

表 3: 零跑汽车在售车型情况	5
表 4: 零跑车型矩阵以及新车规划	7
表 5: 零跑汽车季度财务数据	8
表 6: 零跑汽车季度单车销售数据	8
表 7: 吉利收购沃尔沃、上汽收购名爵概况	10
表 8: Stellantis 财务数据	11
表 9: 2023 年海外车企净利润、销量、单车利润对比	12
表 10: 零跑 T03 欧洲竞品	13
表 11: 零跑 C10 欧洲竞品	14
表 12: 零跑汽车业绩盈利预测	15
表 13: 零跑汽车销量预测	15
表 14: 可比公司估值（截至 2025 年 2 月 10 日）	16

1. 国内业务：核心部件自制率高，成本控制能力打造极致产品性价比

1.1. 发展历程：15 年成立脱胎于大华股份，具备深厚技术背景

零跑汽车 2015 年成立，由前大华股份联合创始人朱江明与大华股份创始人、董事长傅利泉等共同成立，2017 年首款量产车型 S01 亮相，2019 年零跑 S01 上市，2020 年推出 AI 智能驾驶芯片“凌芯 01”并开始交付微型车 T03，2021 年获得新能源汽车生产资质，2022 年港交所上市，2024 年零跑汽车第 50 万台整车下线。零跑汽车创始团队脱胎于大华股份，具有深厚技术背景，管理层在信息技术、软件及汽车行业、供应链管理、市场营销等不同领域各自有数十年行业经验及技术储备。

图 1：零跑汽车发展历程



资料来源：公司招股书、公司公告、公司公众号、天风证券研究所

表 1：零跑汽车管理层背景

姓名	职务	主要经历	加入时间
朱江明	创始人、董事长兼首席执行官，负责集团的整体业务战略和运营。	1993 年联合创建大华技术。2008 年至 2010 年，朱先生加入并任职于摩托罗拉杭州公司。2010 年，朱先生回到大华技术担任董事。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，在国际视频传输中得到广泛应用。	2015
曹力	执行董事兼高级副总裁，负责集团的整车研发及制造。	于产品设计领域拥有超过 10 年经验。2013 年至 2016 年于大华技术担任高级工业工程师。2011 年至 2013 年期间，曹先生担任留白工贸（上海）有限公司设计总监。	2016.2
周洪涛	执行董事兼高级副总裁，负责集团的自动驾驶以及汽车电子研发及制造。	于软件及汽车电子行业拥有近 20 年经验。周先生于 2001 年至 2016 年任职于浙江大华技术股份有限公司，负责软件相关工作，主导完成过多大型项目。	2016.2
巫存	副总裁，负责集团的电驱动研发及制造。	于工程及汽车电子行业拥有近 20 年相关经验。于 2014 年至 2015 年担任博世汽车部件（苏州）有限公司主任工程师。于 2011 年至 2014 年，巫先生担任艾默生环境优化技术（苏州）有限公司高级工程师。	2016.2
舒春成	副总裁，负责本集团的供应链管理。	于汽车供应链管理领域拥有近 20 年相关经验。于 2005 年至 2016 年期间担任奇瑞汽车股份有限公司的高级采购经理。	2016.5
徐军	高级副总裁兼首席运营官，负责销售与服务。	拥有丰富的市场营销经验，其自 2020 年 9 月至 2022 年 7 月在上海乔诺企业管理咨询公司担任首席营销专家；自 2012 年 6 月至 2020 年 1 月在华为技术有限公司先后担任消费者业务大中国区公开渠道部长及销售副总裁、消费者业务亚太渠道部长；	2022.7

资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 技术优势：具备全域自主研发能力，核心技术自制率高

零跑汽车具备全域自主研发能力，技术自制情况国内领先。体现在：1) 整车架构，拥有行业最高 88% 的零部件通用化率，平台开发周期缩短了 25%，整车投入降低了 40%。2) 电子电气架构，1 颗 SOC 与 1 颗 MCU 协同工作，实现四域中央超算(座舱/智驾/动力/车身)。3) CTC 2.0 电池，800V 4C，电池布置空间提升 14.5%，里程提升 10%，整车扭转刚度提升 25%，轻量化系数提升 20%。4) 油冷电驱，电驱噪音低至 76 分贝，自研的 200kW 油冷电驱系统相比水冷电驱 CLTC 效率提升 3%，续航提升 6%。5) 智能座舱，搭载业界顶级高通骁龙 8295 芯片，实现万物互联；无感式 OTA 仅需 8 秒可完成系统升级。6) 智能驾驶，全面支持城市 NAC 全场景通行、NAP 高速智能领航，具备拓展至 L3 级智驾能力的潜力。

图 2：零跑汽车自研情况



资料来源：零跑汽车 IPO 招股书、天风证券研究所

表 2：不同车企核心技术自制情况

系统	部件	比亚迪	特斯拉	零跑	蔚来	理想
电池	电芯	✓	✓			
	电池包	✓	✓	✓	✓	
	热管理	✓	✓	✓	✓	
电驱	电机	✓	✓	✓	✓	
	逆变器	✓	✓	✓	✓	
	多合一集成	✓	✓	✓	✓	
电控	整车控制器	✓	✓	✓	✓	
整车架构		✓	✓	✓	✓	✓
电子电气架构		✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司招股书、各公司官网、各公司公众号、汽车工程师之家公众号、天风证券研究所

1.3. 产品布局：围绕 5-20 万元级别新能源汽车推出多款车型

公司聚焦 5-20 万元级别主流新能源汽车市场，目前在售车型包括 C01、C11、T03、C16、C10，产品矩阵丰富且可持续扩展。

表 3：零跑汽车在售车型情况

车型	C01	C11	T03	C16	C10



长 × 宽 × 高 (毫米)	5050x1902x1509	4750x1905x1675	3620x1652x1592	4915x1905x1770	4739*1900*1680
CLTC 续航里程 (公里)	500-717	510/550/610	301/403	200/520/580	210/410/530
百公里加速 (秒)	3.7-7.6	4.5/7.9	12.0/14.5	8.46/6.37	7.29/7.68
最大功率(千瓦)	200/400	200/400	55/80	170/215	170
电池容量(千瓦时)	30.1/43.7/62.8/78.5	30.1/43.74/69.2/78.5/89.97	21.6/31.9/41.3	28.4/67.7/74.9	28.4/52.9/69.9
上市时间	2022.9	2021.10	2020.5	2024.6	2024.3
售价(万元)	18.00-27.00	17.98-22.98	7.95-9.65	15.58-18.58	12.88-16.58

资料来源：公司招股书、公司公众号、汽车之家、天风证券研究所

1.4. 产品优势：高自制率带来成本控制，打造极致性价比

国内车型定价：T03、C11、C10 对比亚迪同级别车型（海鸥、宋 plus 等），便宜约 2 万元。我们认为零跑的成本控制能力主要来自于 70% 的核心部件自研自制率（包括除电芯外的三电系统以及电子电气架构、整车架构、智驾、座舱的软硬件、算法等）。

图 3：C11 及竞品车型对比

车型	C11纯电版 650智享版	宋PLUS 605旗舰型	深蓝S7 602MAX纯电版
图片			
价格 (万元)	18.98	17.58	20.29
长宽高 (mm)	4750*1905*1675	4785*1890*1660	4750*1930*1625
轴距 (mm)	2930	2765	2900
电机功率 (kW)	200	160	160
电机扭矩 (N·m)	360	330	320
驱动方式	单电机 后置	单电机 前置	单电机 后置
电池电量 (kWh)	89.55	87.04	79.97
CLTC续航里程 (km)	650	605	620
零百加速 (s)	7.9	-	7.5
悬架结构	前：双叉臂式独立悬挂 后：五连杆式独立悬挂	前：麦弗逊式独立悬挂 后：多连杆式独立悬挂	前：麦弗逊式独立悬挂 后：多连杆式独立悬挂
多媒体	仪表盘：10.25英寸 中控屏：12.8英寸 副驾屏：10.25英寸	仪表盘：12.3英寸 中控屏：15.6英寸 副驾屏：-	仪表盘：- 中控屏：15.6英寸 副驾屏：12.3英寸
车机芯片	高通骁龙8155芯片	-	高通骁龙8155芯片
智能驾驶	Leapmotor Pilot 凌芯01辅助驾驶芯片 28个智能感知硬件 23项辅助驾驶功能 L2级别辅助驾驶	DiPilot 智能驾驶辅助系统 L2级别辅助驾驶	集成式自适应巡航IACC + 并线辅助 9项驾驶辅助功能 L2级别辅助驾驶

资料来源：各家公众号、汽车之家、天风证券研究所

1.5. 新车规划：完善产品序列，聚焦主流新能源车市场

零跑汽车计划在 2025 年推出 3 款 B 系列车型，主要聚焦于 10-15 万元市场，其中 B10、B01 两款车型将配备激光雷达和高 AI 算力的智驾芯片。首款车型 B10 已在 24 年 10 月的巴黎车展上正式发布。此外，零跑汽车还计划推出 D 系列车型，预计 25 年 12 月亮相，聚焦 20-30 万元市场，进一步丰富其产品线以满足不同消费者的需求。

表 4：零跑车型矩阵以及新车规划

类型	系列	车型	轴距	价格带 (万元)	能源	上市/预售时间
SUV	C	C11	2930	17.98-22.98	EV/PHV	2021 年 10 月
SUV	C	C10	2825	12.88-16.58	EV/PHV	2024 年 3 月
SUV	C	C16	2825	15.58-18.58	EV/PHV	2024 年 6 月
轿车	C	C01	2930	18.00-27.00	EV/PHV	2022 年 9 月
微型车	T	T03	2400	7.95-9.65	EV	2020 年 5 月
SUV	B	B10	2735	10-15	EV/PHV	2025 年一季度
轿车	B	B01	/	/	EV	2025 年 7 月
小型车	B	B05	/	/	/	2025 年 11 月
旗舰级 SUV	D	/	3000+	20-30	/	/

资料来源：公司招股书、公司官网、公司公众号、汽车之家、易车、太平洋汽车、天风证券研究所

表 5：零跑汽车季度财务数据

单位：亿元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	14.4	43.7	56.6	52.8	34.9	53.6	98.6
营业成本	15.5	46.0	55.9	49.2	35.3	52.1	90.6
毛利润	-1.1	-2.3	0.7	3.6	-0.5	1.5	8.0
毛利率	-7.8%	-5.2%	1.2%	6.7%	-1.4%	2.8%	8.1%
净利润	-11.3	-11.4	-9.9	-9.5	-10.1	-12.0	-6.9
净利率	-78.5%	-26.2%	-17.5%	-18.0%	-29.1%	-22.4%	-7.0%
研发开支	4.1	4.1	4.7	6.2	5.2	7.0	7.8
研发费用率	28.5%	9.4%	8.4%	11.8%	14.9%	13.1%	7.9%
销售开支	3.9	4.3	4.4	5.3	4.3	4.7	5.5
销售费用率	27.2%	9.8%	7.8%	10.1%	12.3%	8.9%	5.6%
行政开支	1.8	2.1	2.1	2.5	1.4	3.0	3.4
行政费用率	12.5%	4.9%	3.7%	4.8%	4.0%	5.5%	3.4%
折旧摊销	0.7	2.2	1.6	1.5	1.3	1.9	3.6
折旧摊销收入占比	5.1%	5.1%	2.8%	2.8%	3.6%	3.6%	3.6%
自由现金流	-29.5	25.0	10.2	-8.9	-15.0	10.1	13.2
经营性现金流	-26.1	27.6	14.0	-4.7	-11.8	14.5	19.6

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 6：零跑汽车季度单车销售数据

单位：万元/辆	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
销量（辆）	10739	34446	44588	55720	33410	53286	86165
单车收入	13.4	12.7	12.7	9.5	10.4	10.1	11.4
QOQ		-6%	0%	-25%	10%	-4%	12%
单车营业成本	14.5	13.4	12.5	8.8	10.6	9.8	10.5
单车毛利	-1.0	-0.7	0.2	0.6	-0.1	0.3	0.9
QOQ		-36%	-123%	322%	-122%	-294%	702%
单车研发	3.8	1.2	1.1	1.1	1.6	1.3	0.9
单车销售	3.7	1.2	1.0	1.0	1.3	0.9	0.6
单车行政开支	1.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.6	0.4
单车净利	-10.6	-3.3	-2.2	-1.7	-3.0	-2.2	-0.8
QOQ		-69%	-33%	23%	-77%	26%	69%
单车折旧摊销	0.7	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
单车固定成本	9.9	3.7	2.9	2.8	3.6	3.1	2.4
QOQ		-62%	-22%	-3%	30%	-14%	-29%
单车可变成本	13.8	12.7	12.2	8.6	10.2	9.4	10.1
QOQ		-8%	-4%	-30%	19%	-8%	4%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 海外业务：携手 Stellantis，成为欧洲平价新能源车破局者

2.1. 与 Stellantis 合作出海，开拓全球市场

2023 年 10 月，零跑汽车宣布与 Stellantis 达成战略合作。后者投资 15 亿欧元收购其约 20% 的股份。同时，双方计划共同组建一家名为“零跑国际”的合资企业，零跑汽车与 Stellantis 分别拥有该合资企业的 49% 及 51% 权益。根据协议，零跑国际拥有零跑汽车产品在大中华区以外地区的出口、销售和制造的独家权利。

截至 2024 年 6 月，Stellantis N.V. 持有零跑汽车已发行股本约 21.26%，同时 Stellantis 在零跑汽车董事会拥有 2 个席位，并由 Stellantis 委任零跑国际的首席执行官。

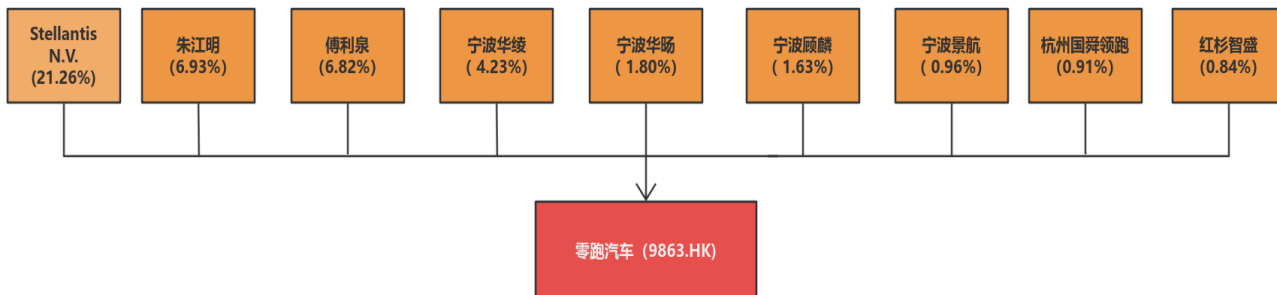
图 4：Stellantis 和零跑汽车签订协议



(图左：Stellantis 集团全球 CEO Carlos Tavares
图右：零跑科技创始人、董事长兼CEO朱江明)

资料来源：公司公众号、天风证券研究所

图 5：零跑汽车股权架构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：企查查、天风证券研究所

2.2. 中国车企在欧洲市场的探索：以上汽吉利为例

在欧洲成功的中国品牌：吉利、上汽早年收购沃尔沃、名爵等当地消费者熟知的品牌，叠加后期出色的产品与运营能力获得认可。但自主品牌如比亚迪等出海欧洲依然面临挑战。

零跑与 Stellantis 的合作：双方品牌形象、造车理念深度契合，零跑成本优势和 Stellantis 在欧洲的影响力、经营能力形成互补。

表 7：吉利收购沃尔沃、上汽收购名爵概况

	吉利沃尔沃	上汽名爵
收购/入股历程	2010 年，吉利以 18 亿美元从福特手中收购沃尔沃 100% 的股份。	2005 年 MG 品牌落户中国，2007 年归于上汽集团，成为中国人执掌的首个有全球影响力的汽车品牌。
合作模式	2013 年在瑞典成立中欧汽车技术研发中心。2017 年吉利与沃尔沃成立领克合资公司。同年共同成立极星，目标位高端电动车市场。	上汽拥有名爵的控制权，所有车型全部由中国工厂负责生产，在全球范围内收获持续增长的销量和认可。
欧洲方背景	沃尔沃是一家来自瑞典的高端品牌，1927 年第一辆汽车下线。	名爵是英国百年运动汽车品牌，于 1924 年成立。MG 的名称取自创始人威廉·莫里斯在 1910 年创立的 Morris Garages（莫里斯车行）首字母。
成果	通过共同开发、共享前沿技术和联合采购，公司旗下各品牌将在保持独特定位和差异化配置的前提下更好地实现规模效应，并按照各自的标准和特色满足不同细分市场用户的需求。	凭借统一标准、全球品质，MG 以安全与驾控口碑征服欧洲，23 年达成“二十万辆级”销量。连续第五年蝉联“中国汽车单一品牌出口冠军”，并且在澳大利亚、新西兰、墨西哥、印度等多个国家跻身单一品牌 TOP10。

资料来源：各公司官网、各公司公众号、新华社、经济参考报、天风证券研究所

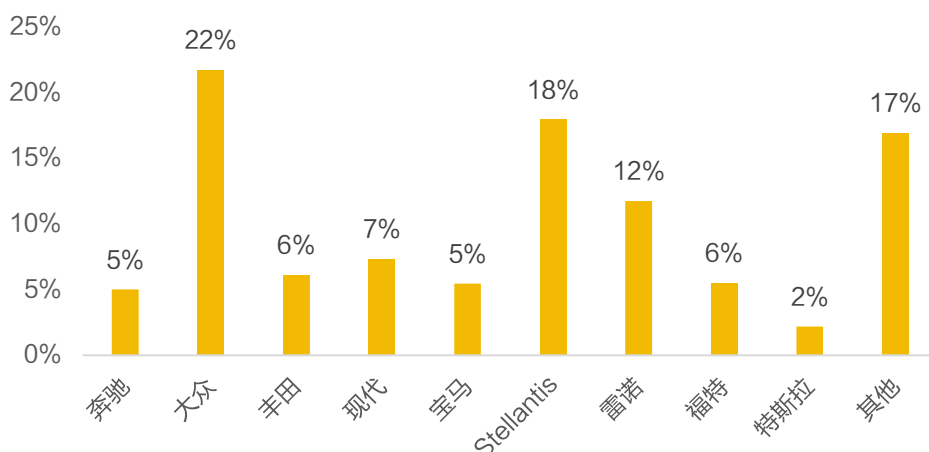
2.3. Stellantis 在欧洲市占率仅次于大众，拥有庞大消费基础

Stellantis：23 年全球销量排名第四的汽车集团，由菲亚特克莱斯勒（FCA）和标致雪铁龙（PSA）两大集团以 50：50 的股比合并。

销量与市占率：23 年全球销量 617 万辆，欧洲销量超 200 万辆，市占率达 18%，仅次于大众。

畅销车型：23 年标致 208 年销 19 万辆、标致 2008 16 万辆、菲亚特 500 10 万辆、雪铁龙 C3 15 万辆。

图 6：欧洲各品牌汽车市占率



资料来源：Marklines、天风证券研究所

图 7：欧洲 2023 年前 100 名畅销车型



资料来源：Fiat Group World、天风证券研究所

图 8：欧洲 2023 年前 100 名畅销车型



资料来源：Fiat Group World、天风证券研究所

2.4. Stellantis 电动化目标激进，渠道改革完成，盈利能力出色

2030 年电动化规划：23 年 BEV 销量同比增长 21%，LEV 销量同比增长 27%，PHEV 美国销量排名第一。目标在 2030 年在欧洲只销售纯电车，在美国销售的乘用车和轻卡中 50%为纯电车（相比大众：预计 2030 年在欧洲实现 80%的 EV 占比，在北美实现 55%的 EV 占比，更加激进）。

渠道能力：Stellantis 于 23 年进行了经销商网络的重组整合，作为削减成本和支持电气化投资的一部分，其计划逐步终止与欧洲经销商 14 个品牌的销售和服务合同，并转向基于代理模式的新分销框架：OEM 更直接地控制销售交易和价格，而经销商则专注于交付和服务，不再充当客户的合同伙伴。

盈利能力：23 年 EBIT 利润率 13%，利润率 10%，单车利润 2 万，领先于多数海外车企。

表 8：Stellantis 财务数据

	2023 年	2022 年	YOY
收入（亿元）	14348.48	13595.11	6%
净利润（亿元）	1409.91	1270.17	11%
净利率	10%	9%	5%
调整后 EBIT 利润率	12.8%	13.4%	(60) 基点
销量（万辆）	616.8	573.6	7%

单车收入（万元）	23.26	23.70	-2%
单车利润（万元）	2.29	2.21	3%

资料来源：Stellantis 公众号、天风证券研究所

表 9：2023 年海外车企净利润、销量、单车利润对比

	净利润（亿元）	销量（万辆）	单车利润（万元）
丰田汽车	2147	1123	1.9
Stellantis	1410	617	2.3
奔驰	1135	249	4.6
大众	1403	923	1.5
现代-起亚	1128	730	1.5
通用	730	618	1.2
特斯拉	1085	180	6.0

资料来源：Stellantis 集团公众号、全球企业动态公众号、盖世汽车每日速递公众号、中国汽车报公众号、各企业官网、天风证券研究所

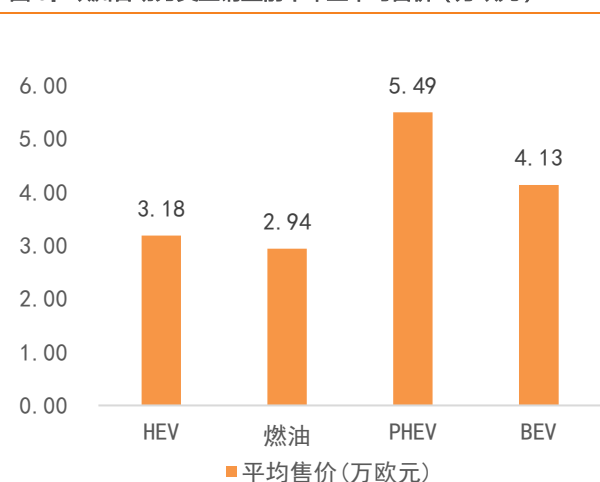
2.5. 强强联手打造平价新能源车

24 年欧洲新能源销量不佳的核心原因，是补贴退坡后经济性的进一步减弱。

欧洲油价约 12.02 元/L，充电桩价格约 3.98 元/kwh。以欧洲 BEV、燃油销量前十车型测算，BEV 均价较燃油车高 1.19 万欧元，每百公里的能耗成本分别为 60(15.1*3.98)、77(6.4*12.02) 元，则需要行驶 54 万公里才可收回购置价差，考虑欧洲平均车辆年行驶里程约 1 万公里，纯电车型经济性明显处于弱势。

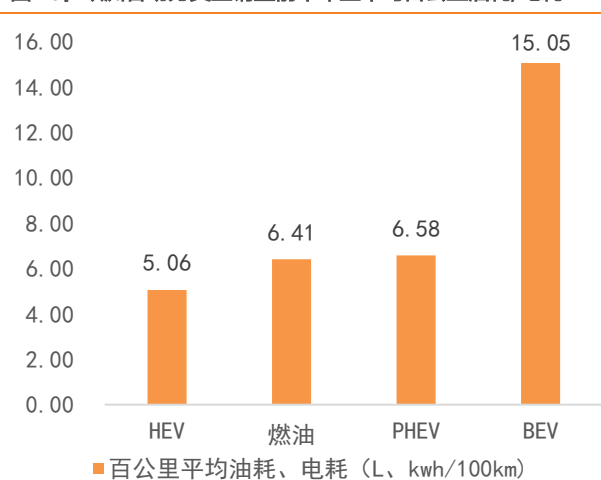
零跑与 Stellantis 的合作，致力于开发售价平价新能源车型，在购置价格上缩小与油车之间的差距，彰显性价比，叠加国内成熟跑通的增程版本，缓解欧洲基础设施不足带来的续航焦虑。

图 9：欧洲各动力类型销量前十车型平均售价（万欧元）



资料来源：Marklines、EAFO、各公司官网等、天风证券研究所

图 10：欧洲各动力类型销量前十车型平均百公里油耗/电耗



资料来源：Marklines、EAFO、各公司官网等、天风证券研究所

3. 零跑国际：T03、C10 定位走量新能源车，具备跨级竞争力

3.1. 欧洲 24 年 9 月正式开售，定价具备竞争力

24 年 9 月 24 日，零跑 C10、T03 正式在欧洲上市，在法国、德国、意大利、英国等 13 个欧洲国家开启销售，同步在米兰开启全球媒体试驾。T03 起步价格为 1.89 万欧元，C10 起步价格为 3.65 万欧元。

此次零跑在同级别中性价比高，定价具备较强竞争力，具体来看：

(1) T03 定位纯电小车，WLTP 续航里程为 265 km，对标纯电竞品菲亚特 500e、达契亚 Spring（均价 2.9、1.6 万欧元，23 年销量均为 6 万），对标燃油竞品达契亚 Sandero（均价 1.5 万欧元，23 年销量 25 万），对标燃油竞品标致 2008（均价 2.9 万欧元，23 年销量 18 万）。

(2) C10 定位旗舰级 SUV，WLTP 续航里程 420km，轴距 2825mm，对标新能源竞品大众 ID4、斯柯达 Enyaq（均价 4.8、4.9 万欧元）。

综合来看，T03、C10 基本都做到了电车同级别中空间更大、续航更优，而智能座舱、智驾体验更是区别于其他欧洲车的重要卖点，同时降低了与油车间的购置价差，进一步收敛全生命周期成本的差异。

3.2. T03 定位高性价比走量小车，精准定位 2 万欧元级别市场

零跑 T03 于 24 年 9 月正式上市，起步价格为 1.89 万欧元，对标达契亚 Spring、菲亚特 500 和 500E（23 年销量 6、17、6 万辆）。预计 T03 出色的性价比有望使得稳态销量或可达 6w。

T03 车身小巧，但拥有同级领先的 66.3% 空间利用率和 5 门 4 座的布局，可在狭窄街道场景轻松完成通过、转向，符合欧洲人高大型与出行习惯的需求。性能上，自研集成式 80kW 电驱总成，为 T03 带来领先同级的强劲动力，并且快充仅需 36 分钟。智能化配置也是区别于欧洲车的重要卖点：不仅全系标配 10.1 英寸中控大屏，还配置了 L2 辅助驾驶功能和自动泊车。自动泊车功能广受好评，在欧洲小城街道十分适用。

表 10：零跑 T03 欧洲竞品

车型	类别	2023 销量 (万辆)	能源形式	尺寸 (mm)	轴距 (mm)	续航 (mile)	价格 (万欧元)	图片
零跑 T03	小型车	-	EV	3620*1652*1577	2400	165	1.89+	
FIAT 500E	小型车	6	EV	3632*1683*1527	2320	118-194	2.8-3.0	
Renault Twingo	小型车	3	EV	3595*1646*1554	2492	190	1.1-1.3	
Smart fortwo	小型车	2	EV	2695*1663*1555	1873	70-80	1.2-2.5	

Dacia 小型车 6 EV 3701*1583*1485 2423 140 1.5-1.7
Spring



资料来源：各公司官网、Topgear、Carwow、Marklines 等、天风证券研究所

3.3. C10 定位旗舰级 SUV，在 3 万欧元级别市场越级竞争

C10 对标名爵 MG4（2.7-3.6 万欧元，续航 520 公里）、ModelY（4.7-6.1 万欧元，续航 600 公里）等，起售价在 3.65 万欧元，续航可达 420 公里，性价比超越同级竞品。对标 23 年 MY 年销 26 万辆、MG4 年销 7 万辆、斯柯达 Enyaq 年销 8 万辆，预计稳态销量或可达 8 万辆。

C10 作为零跑 LEAP3.0 架构下首款产品，拥有旗舰级配置，搭载高通骁龙 8295 座舱芯片和同级领先的电动技术（中央集成式电子电气架构、CTC 电池底盘一体化技术、旗舰智能座舱）。C10 获得了 C-NCAP、欧洲 Euro NCAP、澳洲 ANCAP 三重五星安全认证，既考虑中国市场需求，更考虑欧洲、澳洲市场的法规，在安全方面有着更高标准。

表 11：零跑 C10 欧洲竞品

车型	类别	2023 销量（万辆）	能源形式	尺寸（mm）	轴距（mm）	续航（km）	价格（万欧元）	图片
零跑 C10	SUV	-	EV	4739x1900x1680	2825	420	3.65	
Model Y	SUV	26	EV	4751x1921/1978/2129x1624	2890	600	4.7-6.1	
MG 4	SUV	7	EV	4287x1836x1516	2710	520	2.7-3.6	
VW ID.4	SUV	13	EV	4584*1852*1640	2771	531	4.3-5.4	
SKODA ENYAQ	SUV	8	EV	4653*2147*1616	2760-2770	580	4.0-5.3	

资料来源：各公司官网、Topgear、Carwow、Marklines 等、天风证券研究所

3.4. 出海合作模式带来新优势，有望释放盈利潜能

整体来看，我们认为零跑国际的车型定位仍然是以实用且实惠的电动小车为主，会带来非常有竞争力的价格。这非常契合 Stellantis 的电气化目标，同时也满足欧洲消费者的对于小车的偏好与对平价电车日益增长的需求。

新车方面，零跑 C10 增程版预计 25 年 3 月开始在欧洲交付。针对欧洲市场需求，未来零跑后续还将推出多款小型车。未来将推出零跑 A 系列车型，定位 A 级、A0 级，甚至尺寸更小的车型，预计在欧洲销量比重可达 60%-70%。

渠道方面，零跑国际计划利用 Stellantis 集团的分销渠道，欧洲的销售网点将从 24 年的 200 家增加至 26 年的 500 家，以确保为当地客户提供高水平的服务。

随着销售渠道的持续拓展、产品矩阵的不断丰富以及品牌知名度的进一步提升，零跑国际的销量增长空间广阔，有望进一步释放盈利。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测：零跑国内月交付稳步爬坡，看好从毛利率到净利率的跃升

在销量的快速上升以及规模效应的发挥下，我们看好零跑实现从毛利率到净利率的跃升。

毛利率：规模效应的增强、成本控制能力的提升以及销售产品结构的持续优化（如 C16 中配车型的占比提升），都有助于公司毛利率的提升，公司预计 24 年毛利率不低于 8%。

净利率：24 年第四季度，公司实现了净利润转正，提前一年实现单季度转正的目标。预计在上量后期间费用、折旧摊销收入占比仍有进一步的优化空间。

表 12：零跑汽车业绩盈利预测

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	123.8	167.5	315.7	550.0	840.0
营业成本	143	166.7	465.3	453.8	718.4
毛利润	-19.11	0.8	28.1	66.0	126.0
毛利率	-15.4%	0.5%	8.9%	12.0%	15.0%
净利润	-51.1	-42.2	-28.4	2.5	29.0
净利率	-41.3%	-25.2%	-9.0%	0.5%	3.5%
研发开支	14.1	19.2	27.1	33.0	42.0
研发费用率	11.4%	11.5%	8.6%	6.0%	5.0%
销售开支	11.1	18.0	21.8	27.5	33.6
销售费用率	9.0%	10.7%	6.9%	5.0%	4.0%
行政开支	8.4	8.6	11.8	16.5	16.8
行政费用率	6.8%	5.1%	3.7%	3.0%	2.0%

资料来源：WIND、公司公告、天风证券研究所

表 13：零跑汽车销量预测

单位：辆	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量	111,168	144,155	288,896	500,000	750,000
国内	111,168	144,155	278,896	420,000	600,000
内销零跑国际	-	-	10,000	80,000	150,000

资料来源：WIND、公司公告、天风证券研究所

4.2. 估值&投资建议：关注从市值/销量比到 PS、PE 的估值切换

我们认为零跑正迎来从亏损到盈利，从销量高增到利润兑现的关键期，估值思路也将逐步切换。

市值/收入比：参考比亚迪、小鹏在 1-1.5 倍左右，给予零跑 25 年收入 1 X PS，对应市值 550 亿元。

市值/利润比：24 年提前一年实现单季度盈亏平衡，看好盈利能力的持续提升，预计 25、26 年实现盈利。

我们给予零跑目标估值 550 亿元，对应目标价为 41.14 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值（截至 2025 年 2 月 10 日）

		市值 (亿元)	营业收入（亿元）			净利润（亿元）		
			24 年	25 年	26 年	24 年	25 年	26 年
9863. HK	零跑	473	316	550	840	-28	3	29
002594. SZ	比亚迪	9604	7723	9629	11152	397	526	643
2015. HK	理想	2241	1459	2011	2573	80	144	231
9866. HK	蔚来	706	683	1048	1318	-206	-164	-121
9868. HK	小鹏	1288	417	839	1204	-66	-17	23

		市值/收入			市值/利润		
		24 年	25 年	26 年	24 年	25 年	26 年
9863. HK	零跑	1.5	0.9	0.6	-17	189	16
002594. SZ	比亚迪	1.2	1.0	0.9	24	18	15
2015. HK	理想	1.5	1.1	0.9	28	16	10
9866. HK	蔚来	1.0	0.7	0.5	-3	-4	-6
9868. HK	小鹏	3.1	1.5	1.1	-20	-76	56

资料来源：WIND、各公司公告、天风证券研究所

5. 风险提示

汽车行业景气度下行风险：汽车行业景气度下行或导致国内车企销量增长不及预期。

智能汽车渗透率提升不及预期：因消费者需求变化导致智能汽车渗透率提升不及预期。

汽车行业竞争加剧：行业竞争加剧或导致车企盈利能力下降。

新能源汽车销量增长不及预期：由于政策或终端客户需求变动，导致新能源汽车销售增长不及预期。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com