



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 24Q4 及 24 年业绩点评：整体符合预期，新车周期引领公司 25 年再向上

业绩点评：

3 月 10 日晚，零跑汽车发布 24Q4 及 24 年全年业绩：

1、营收：Q4 零跑交付汽车 120863 辆，同/环比+147.9%/+40.3%，Q4 营收 134.55 亿元，同/环比+144.6%/+36.5%。我们计算 Q4 单车 ASP 11.13 万元，同/环比+12.5%/-2.7%。24 年零跑总销量 29.4 万辆，同比+103.8%，营收 321.6 亿元，同比+92%，单车 ASP 10.95 万元，同比-13.2%。

2、费用：Q4 研发/销售/管理费用分别为 9.0/3.7/6.9 亿元，研发/管理/销售费用率分别为 6.7%/2.7%/5.1%，环比-1.2/-0.7/-0.5pct。

3、利润：Q4 毛利率 13.3%，同/环比+6.6/+5.2pct；归母净利 0.8 亿元，首次实现盈利；我们计算 Q4 单车盈利 0.07 万元。24 年全年公司毛利率 8.4%，同比+7.9pct；归母净利-28.2 亿元，单车亏损 0.96 万元。

经营分析与展望：

1、业绩整体符合预期。受：1) Q4 公司销量大幅提振月均破 4 万，LEAP 3.0 加持下平台化率提升到 88%，规模效应、尤其是自研零部件规模效应大幅提升；2) 带动公司降本持续，Q4 单车成本下降至 9.65 万元，自研&采购零部件成本均下降；3) 公司车型结构优化，c 系列占比持续提升，24 年全年达到 76.6%，其中新增高毛利的 C16，拉动利润持续改善。因而公司本季度毛利率大幅提升，净利润转正，整体与公司此前的预告相符合，符合我们的预期。

2、持续看好公司成长性、盈利性。市场此前主要担忧公司国内盈利能力和智驾水平，并以此将公司定义为一家出海导向的公司，我们认为公司成长性、盈利性无忧，核心在于：1) **新车上：**25 年公司将推出 B10/B01/B05 三款新车，定价有望再超预期，其中 B10/B01 均具备破万能力，将进一步提升规模效应和平台复用率，我们预计至 25Q3 公司销量、毛利率有望超过 24Q4，故纵使公司 H1 受车型换代影响盈利承压，25 年国内盈利仍坚定看好，存在超指引可能；2) **出海：**公司 25 年尚处开展期，预计 26 年为公司贡献显著盈利，目前看，国内板块便已足够公司实现盈亏平衡；3) **智驾：**公司所处价格带为主流消费市场，目前仅丰田开通了城市 NOA，后续也仅有小鹏在年中加入。目前公司已经开通高速 NOA，水平与比亚迪等相当，并将在 25 年年底开通舱驾一体的城市 NOA 方案，整体并不落后，甚至是领先比亚迪、吉利等主流竞争对手的。事实上公司出海、智驾仍在稳步推进，在新车周期加持下 25-26 年业绩存在超预期可能。

盈利预测、估值和评级

零跑长期坚持自研自供战略，成本优势持续释放，产品颇具竞争力，25 年业绩存在超预期可能。我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 597/815/1056 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：41.500 元

相关报告：

1. 《零跑汽车 (09863.HK) 24Q2 业绩点评：整体符合预期，...》，2024.8.16

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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,747	32,164	59,721	81,477	105,585
营业收入增长率	35.22%	92.06%	85.67%	36.43%	29.59%
归母净利润(百万元)	-4,216	-2,821	15	1,873	5,437
归母净利润增长率	17.47%	33.10%	100.55%	12054.30%	190.31%
摊薄每股收益(元)	-3.15	-2.11	0.01	1.40	4.07
每股经营性现金流净额	0.81	6.34	0.29	5.23	-32.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	-33.74%	-28.01%	0.15%	15.65%	31.24%
P/E	-11.32	-15.43	4,086.88	33.62	11.58
P/B	3.82	4.32	6.24	5.26	3.62

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)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,385	16,747	32,164	59,721	81,477	105,585
增长率	295.4%	35.2%	92.1%	85.7%	36.4%	29.6%
主营业务成本	14,296	16,666	29,470	53,070	71,172	89,995
%销售收入	115.4%	99.5%	91.6%	88.9%	87.4%	85.2%
毛利	-1,911	80	2,694	6,650	10,305	15,589
%销售收入	-15.4%	0.5%	8.4%	11.1%	12.6%	14.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,114	1,795	2,138	2,837	3,666	4,540
%销售收入	9.0%	10.7%	6.6%	4.8%	4.5%	4.3%
管理费用	842	858	1,137	1,344	1,711	2,006
%销售收入	6.8%	5.1%	3.5%	2.3%	2.1%	1.9%
研发费用	1,411	1,920	2,896	3,344	4,318	5,279
%销售收入	11.4%	11.5%	9.0%	5.6%	5.3%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	-5,215	-4,373	-3,129	-35	1,892	5,375
%销售收入	-42.1%	-26.1%	-9.7%	-0.1%	2.3%	5.1%
财务费用	-106	-157	-309	-50	20	-62
%销售收入	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
投资收益	12	4	42	481	875	1,083
%税前利润	-0.2%	-0.1%	-1.5%	3123.0%	46.7%	19.9%
营业利润	-5,280	-4,491	-3,477	-874	610	3,764
营业利润率	-42.6%	-26.8%	-10.8%	-1.5%	0.7%	3.6%
营业外收支						
税前利润	-5,109	-4,216	-2,821	15	1,873	5,437
利润率	-41.3%	-25.2%	-8.8%	0.0%	2.3%	5.1%
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	-5,109	-4,216	-2,821	15	1,873	5,437
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-5,109	-4,216	-2,821	15	1,873	5,437
净利率	n.a	n.a	n.a	0.0%	2.3%	5.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-5,109	-4,216	-2,821	15	1,873	5,437
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	871	788	11,292	-762	-1,183	-1,499
非经营收益						
营运资金变动	1,456	3,941	0	215	5,199	-49,016
经营活动现金流净额	-2,400	1,082	8,471	394	6,987	-43,996
资本开支	-1,418	-1,394	-2,151	-2,000	-2,000	0
投资	-26	-3,537	-11,334	-2,310	-2,310	-1,000
其他	152	71	162	840	1,283	1,611
投资活动现金流净额	-1,292	-4,860	-13,323	-3,470	-3,027	611
股权募资	5,688	7,777	0	0	0	0
债权募资	795	558	-151	800	800	0
其他	-127	217	-352	-77	-100	-112
筹资活动现金流净额	6,355	8,552	-503	723	700	-112
现金净流量	2,611	4,782	-5,353	-2,352	4,662	-43,494

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,949	11,731	6,378	4,027	8,689	-34,805
应收款项	2,070	1,348	1,981	3,484	4,300	0
存货	1,749	1,719	2,023	2,211	2,372	9,999
其他流动资产	2,870	7,671	16,070	25,299	30,563	35,179
流动资产	13,638	22,470	26,453	35,021	45,924	10,373
%总资产	70.8%	79.0%	70.3%	73.6%	76.9%	44.9%
长期投资	30	44	164	174	184	184
固定资产	3,208	3,868	5,537	6,372	7,073	6,189
%总资产	16.6%	13.6%	14.7%	13.4%	11.8%	26.8%
无形资产	868	735	1,187	1,426	1,628	1,429
非流动资产	5,629	5,984	11,194	12,578	13,790	12,708
%总资产	29.2%	21.0%	29.7%	26.4%	23.1%	55.1%
资产总计	19,268	28,453	37,647	47,599	59,714	23,081
短期借款	1,019	1,581	1,266	1,866	2,466	2,466
应付款项	5,987	9,847	18,903	23,587	29,655	0
其他流动负债	2,252	2,526	4,806	9,257	12,629	211
流动负债	9,257	13,954	24,975	34,709	44,750	2,677
长期贷款	773	892	1,108	1,308	1,508	1,508
其他长期负债	978	1,110	1,493	1,493	1,493	1,493
负债	11,009	15,955	27,576	37,510	47,751	5,678
普通股股东权益	8,259	12,498	10,071	10,089	11,964	17,403
其中：股本	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
未分配利润	7,116	11,170	8,734	8,752	10,627	16,066
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	19,268	28,453	37,647	47,599	59,714	23,081

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-4.89	-3.62	-2.11	0.01	1.40	4.07
每股净资产	7.23	9.35	7.53	7.55	8.95	13.02
每股经营现金净流	-2.10	0.81	6.34	0.29	5.23	-32.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-61.86%	-33.74%	-28.01%	0.15%	15.65%	31.24%
总资产收益率	-26.52%	-14.82%	-7.49%	0.03%	3.14%	23.56%
投入资本收益率	-51.89%	-29.21%	-25.15%	-0.26%	11.87%	25.14%
增长率						
主营业务收入增长率	295.41%	35.22%	92.06%	85.67%	36.43%	29.59%
EBIT 增长率	-81.83%	16.14%	28.44%	98.88%	5510.74%	184.02%
净利润增长率	-79.53%	17.47%	33.10%	100.55%	12054.30%	190.31%
总资产增长率	53.82%	47.67%	32.31%	26.44%	25.45%	-61.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.9	28.1	16.3	12.0	9.4	3.9
存货周转天数	31.5	37.5	22.9	14.4	11.6	24.7
应付账款周转天数	108.1	171.0	175.6	144.1	134.7	59.3
固定资产周转天数	74.7	76.1	52.6	35.9	29.7	22.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.86%	-87.36%	-154.26%	-132.66%	-152.51%	139.34%
EBIT 利息保障倍数	-140.9	-60.6	-79.2	-0.5	18.9	48.1
资产负债率	57.14%	56.07%	73.25%	78.80%	79.96%	24.60%

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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