

## 厚积薄发盈利转正，出海有望带来高成长

零跑汽车 (9863.HK) 深度报告

证券研究报告

### ● 核心观点

**坚持全域自研自产，优秀产品战略助力公司突围。**零跑汽车成立于 2015 年，自成立之初便坚持全域自研、掌握了超级集成技术架构，并在 2025 年正式迭代至 LEAP3.5。目前零跑旗下的车型主要聚焦在 10-20 万主流的乘用车大市场，2024 年零跑汽车总交付量接近 30 万辆，在新势力品牌中稳居前三。我们认为，零跑的成功本质上源于其全域自研的能力，并延伸出三大成功要素。其一：依托于集成技术架构高效率的推出了 C 系列的增程版车型，丰富了消费者的选择；其二：依托于 LEAP 架构的持续迭代升级和优秀的产品思维，老车型改款不仅能显著增强性价比，还能解决消费者的痛点，助力 C11 和 C01 等车型持续焕发生机；其三：依托于全域自研带来的优秀的成本管控能力，零跑的新车型均能做到相较同级别车型更高的品价比，因此上市便能成为爆款，助力了公司的销量提升。

**2024Q4 实现单季度盈利，未来盈利可持续性极强。**伴随着销量的提升，零跑的业绩表现也在持续进步：2024 年零跑实现营收 321.6 亿元，同比+92%，毛利率提升至 8.4%，并在 2024Q4 归母净利润首次实现转正，达到 0.8 亿元，成为第二家盈利的造车新势力。我们认为零跑汽车实现盈利的原因主要有三个，其一：销量提升带来的规模优势，能增强其在产业链中的话语权，压低采购价格，并能摊薄费用，其二：持续的技术降本并叠加锂电池成本的下行，带来生产端成本的降低；其三：随着新车型的陆续上市，利润较低的 T03 销售占比下降，带来销售结构的优化。展望未来，我们认为零跑汽车盈利能力的可持续性较强，主要原因在于其未来新车规划丰富并有足够的渠道力支撑，有望带来销量的持续增长并进一步凸显规模优势，此外公司的技术端降本及海外业务也有望贡献利润。参考龙头企业比亚迪的情况，我们认为零跑汽车的盈利仍有提升空间。

**海外渠道和工厂资源具备独特优势，零跑海外业务确定性强。**斯特兰蒂斯是全球第四大造车集团，旗下拥有如雪铁龙、玛莎拉蒂、标致等知名的汽车品牌，并在欧洲和南美市场较为强势。2023 年斯特兰蒂斯集团和零跑汽车正式达成战略合作，双方各取所需、互相赋能，并成立了合资公司零跑国际。我们认为零跑海外业务成功的概率非常高。首先：斯特兰蒂斯和零跑的合作具有明显的独特性，在自身业绩下滑的背景下，预计将会对零跑投入更多的资源；其次，零跑的新能源车型产品力优秀，在海外的竞争力强，且仍有多款新车储备；再次，零跑可以利用斯特兰蒂斯庞大的经销商资源快速在欧洲、南美等地拓展自身的网点，支撑销量。最后，零跑可以利用斯特兰蒂斯在全球各地的工厂快速实现本土化生产，具备了甚至是特斯拉等全球龙头都不具备的优势。在目前的出口模式下，零跑国际需承担高额的海运费、关税等费用，导致其盈利能力相对有限。若未来实现本土化生产，不仅能节省出口的费用，还能将国内优秀的生产经验复制到海外。因此我们认为公司海外业务有望能在未来带来显著的利润。

**盈利预测与估值：**我们预计零跑 2025-2027 年的营业收入将分别达到 605、805、1068 亿元，公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 0.69、22.52、43.92 亿元，6 个月目标价为 57.27 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**公司新车型销量不及预期风险、新能源车行业竞争加剧风险、公司海外业务进展不及预期风险

|      |         |
|------|---------|
| 股票代码 | 9863.HK |
| 公司评级 | 买入      |
| 评级变动 | 首次      |
| 收盘价  | 49.40   |
| 目标价  | 57.27   |

### 近 1 年股价走势



### 分析师

谷诚 S0650524120002  
联系邮箱: gucheng@mgzq.com

### 相关研究

### 重要数据

| 指标         | 2024A  | 2025E   | 2026E    | 2027E  |
|------------|--------|---------|----------|--------|
| 营业总收入 (亿元) | 321.6  | 605.0   | 805.0    | 1068.0 |
| 增长率 (%)    | 92.06% | 88.10%  | 33.06%   | 32.67% |
| 归母净利润 (亿元) | -28.2  | 0.7     | 22.5     | 43.9   |
| 增长率 (%)    | 33.10% | 102.45% | 3156.43% | 94.98% |
| EPS (元/股)  | -2.11  | 0.05    | 1.68     | 3.28   |
| 市盈率 (P/E)  |        | 886.7   | 27.23    | 13.97  |
| 市净率 (P/B)  |        | 6.05    | 4.95     | 3.65   |

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部

## 正文目录

|   |    |
|---|----|
| 一、 坚持全域自研自产，优秀产品战略助力公司突围.....             | 6  |
| 1.1 零跑聚焦在 10-20 万主流市场，坚持全域自研路线.....       | 6  |
| 1.2 基于全域自研能力，零跑精心打造三大产品战略助力公司实现突围.....    | 8  |
| 二、 2024Q4 实现单季度盈利，未来盈利可持续性较强 .....        | 11 |
| 2.1 零跑汽车的销量提升，带动了盈利能力的持续提升.....           | 11 |
| 2.2 零跑盈利改善的三大主要原因：规模优势、技术降本、销售结构优化 .....  | 12 |
| 2.3 未来销量增长的确性强，公司盈利能力有望持续提升.....          | 13 |
| 三、 海外渠道和工厂资源具备独特优势，零跑海外业务确定性强 .....       | 14 |
| 3.1 斯特兰蒂斯是全球第四大汽车集团，2023 年和零跑达成战略合作 ..... | 14 |
| 3.2 斯特兰蒂斯集团全方位赋能，零跑海外业务有望快速发展.....        | 15 |
| 3.3 零跑海外业务处理模式独特，海外本土化生产后利润有望显著提升.....    | 17 |
| 四、 盈利预测与估值.....                           | 18 |
| 五、 风险提示.....                              | 20 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 零跑汽车发展历程 .....                    | 6  |
| 图 2： 零跑自研自造的核心部件占整车成本 65%.....         | 6  |
| 图 3： 零跑的超级集成技术架构已升级至 LEAP3.5 .....     | 6  |
| 图 4： 中国乘用车销量—按价格带分（单位：万辆） .....        | 7  |
| 图 5： 零跑旗下车型分布情况 .....                  | 7  |
| 图 6： 零跑汽车分车型销量情况（单位：辆） .....           | 7  |
| 图 7： 增程版本车型架构示意图及优劣势 .....             | 8  |
| 图 8： 纯电版本车型架构示意图及优劣势 .....             | 8  |
| 图 9： 中国新能源车销量结构（万辆）及增程版车型占比（右轴） .....  | 9  |
| 图 10： 零跑 C 系列车型纯电版和增程版销量情况（单位：辆） ..... | 9  |
| 图 11： 零跑 LEAP 架构有持续的迭代升级 .....         | 9  |
| 图 12： C01 和 C11 车型年度款售价情况对比.....       | 9  |
| 图 13： C10 增程版主销配置和竞品车型参数对比.....        | 10 |
| 图 14： C10 纯电版主销配置和竞品车型参数对比.....        | 10 |

|  |    |
|--|----|
| 图 15: 目前市面上主流的中大型 SUV 价格带分布情况.....           | 11 |
| 图 16: 零跑汽车营业收入 (左轴) 及单车销售收入 (右轴) .....       | 11 |
| 图 17: 零跑汽车毛利率变化 .....                        | 11 |
| 图 18: 零跑汽车销量 (左轴) 及单车利润 (右轴) .....           | 12 |
| 图 19: 零跑汽车归母净利润 (左轴) 及归母净利润率 (右轴) .....      | 12 |
| 图 20: 零跑汽车研发/销售/行政费用率变化.....                 | 12 |
| 图 21: 零跑的折旧摊销费用 (左轴) 及单车分摊金额 (右轴) .....      | 12 |
| 图 22: 零跑汽车的降本举措梳理 .....                      | 12 |
| 图 23: 碳酸锂期货结算价(活跃合约) (单位: 元/吨) .....         | 12 |
| 图 24: 售价仅为 5.99-6.99 万元的 T03.....            | 13 |
| 图 25: 零跑 T03 销量 (辆) 及在销量中的占比 (右轴) .....      | 13 |
| 图 26: 零跑 ABCD 四个系列的车型规划 .....                | 13 |
| 图 27: 零跑汽车渠道数量变化 (单位: 家) .....               | 13 |
| 图 28: 推动零跑盈利能力持续提升的因素梳理.....                 | 14 |
| 图 29: 比亚迪新能源车季度销量 (左轴) 及单车利润 (右轴) .....      | 14 |
| 图 30: 斯特兰蒂斯集团旗下的品牌示意图 .....                  | 15 |
| 图 31: 2024 年斯特兰蒂斯集团在全球各区域的销售情况 .....         | 15 |
| 图 32: 截至 2024 年 6 月 30 日零跑汽车股权结构.....        | 15 |
| 图 33: 斯特兰蒂斯和零跑相互赋能 .....                     | 15 |
| 图 34: 2024 年全球主流汽车集团电动化进程梳理 .....            | 16 |
| 图 35: 2024 年斯特兰蒂斯集团的销量、收入、利润情况 .....         | 16 |
| 图 36: T03 和直接竞品车型 Spring 对比 (以西班牙市场为例) ..... | 16 |
| 图 37: T03 荣获 2025 年欧洲纯电动汽车里程性价比第一名 .....     | 16 |
| 图 38: 零跑在海外首批建成的门店示意图 .....                  | 17 |
| 图 39: 零跑海外市场拓展情况 .....                       | 17 |
| 图 40: 斯特兰蒂斯全球工厂分布情况 (2021 年) .....           | 17 |
| 图 41: 特斯拉德国超级工厂建设进展 .....                    | 17 |
| 图 42: 目前零跑海外业务的处理模式 .....                    | 18 |
| 图 43: 零跑国际在出口过程中需要承担的费用列举.....               | 18 |
| 图 44: 斯特兰蒂斯已着手准备对部分旗下工厂电动化改造.....            | 18 |
| 图 45: 零跑海外本土化生产预计会带来显著的利润贡献.....             | 18 |
| 表 1: 零跑 C 系列车型纯电版和增程版对比 .....                | 8  |

|  |    |
|--|----|
| 表 2: 2024 款零跑 C01、C11、T03 改款升级内容梳理 ..... | 10 |
| 表 3: 零跑汽车盈利预测 .....                      | 19 |
| 表 4: 零跑汽车估值水平与可比公司对比 .....               | 19 |
| 表 5: 零跑汽车海外业务估值分析 .....                  | 19 |
| 表 6: 零跑汽车估值分析及涨幅空间测算 .....               | 20 |

## 一、坚持全域自研自产，优秀产品战略助力公司突围

零跑汽车成立于2015年，自成立之初便坚持全域自研、掌握了超级集成技术架构，并在2025年正式迭代至LEAP3.5。目前旗下的车型主要聚焦在10-20万主流的乘用车大市场，覆盖了非常广泛的主流汽车消费群体。2024年零跑汽车总交付量接近30万辆，在新势力品牌中稳居前三。我们认为，零跑的成功本质上源于其全域自研的能力，并延伸出三大成功要素。其一：依托于集成技术架构高效率、低成本的推出了C系列的增程版车型，丰富了消费者的选择、推动了销量提升；其二：依托于LEAP架构的持续迭代升级和自身优秀的产品思维，零跑的老车型改款不仅能显著增强性价比，还能解决消费者的痛点，助力C11和C01等车型持续焕发生机；其三：依托于全域自研带来的优秀的成本管控能力，零跑的新车型均能做到相较于同级别车型更高的品价比，因此上市便能成为爆款，助力了公司的销量提升。

### 1.1 零跑聚焦在10-20万主流市场，坚持全域自研路线

零跑汽车成立于2015年，一步一脚印稳步前行发展。2015年12月，大华股份与控股股东傅利泉、董事朱江明等创立了浙江零跑科技有限公司。2017年3月零跑汽车品牌正式发布、2019年1月零跑旗下首款车型S01正式上市。随后零跑汽车又陆续推出T03、C11、C01、C10、C16、B10等多款车型，产品矩阵愈发完善。2022年9月29日，零跑汽车在港交所主板正式挂牌上市。

图1：零跑汽车发展历程

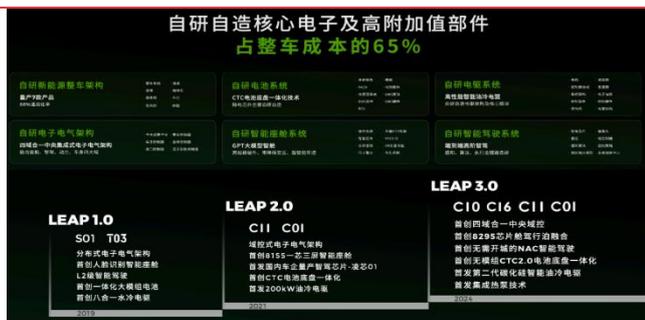


资料来源：百度百科、维基百科等公开资料，麦高证券研究发展部

**零跑自成立之初便坚持全域自研、掌握超级集成技术架构。**零跑汽车自创立之初便坚持全域自研，涵盖电子电气架构、智能座舱、智能驾驶、智能电池、智能电驱以及整车架构六大关键技术领域，积累了深厚的技术实力和丰富的行业经验。目前零跑的零部件自制率超过60%，零部件通用率高达88%、自研自产的核心电子及高附加值部件占整车成本的65%。

依托于多模块自研能力，零跑掌握了超级集成技术架构并能持续迭代升级。2025年LEAP 3.0正式迭代升级至LEAP 3.5，其采用了更高集成度的中央集成控制器和超级集成电驱系统，还采用了新一代27合1超级集成热管理系统和超级集成电池，并搭载高通8295与8560芯片方案，支持端到端高阶智驾，并将整车线束缩短至全球最短的996米，是零跑全域自研能力的巅峰体现。

图2：零跑自研自造的核心部件占整车成本65%



资料来源：芝能汽车，麦高证券研究发展部

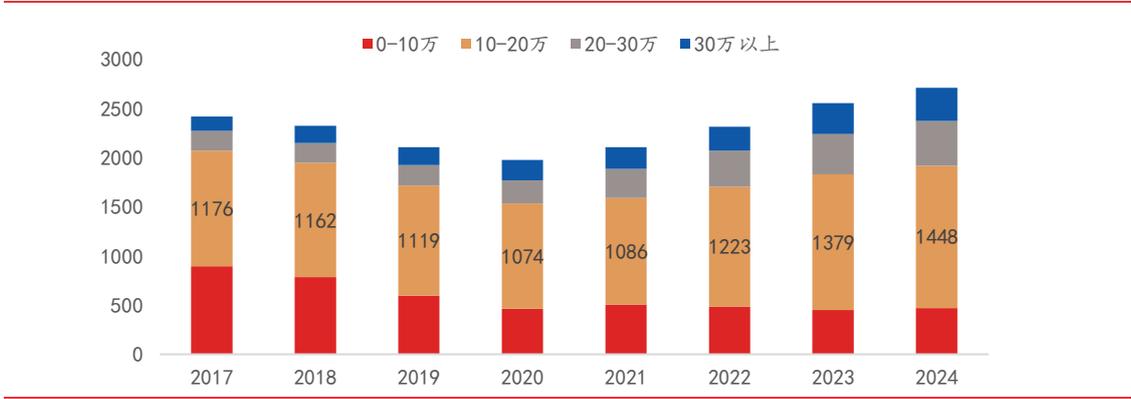
图3：零跑的超级集成技术架构已升级至LEAP3.5



资料来源：新华网，麦高证券研究发展部

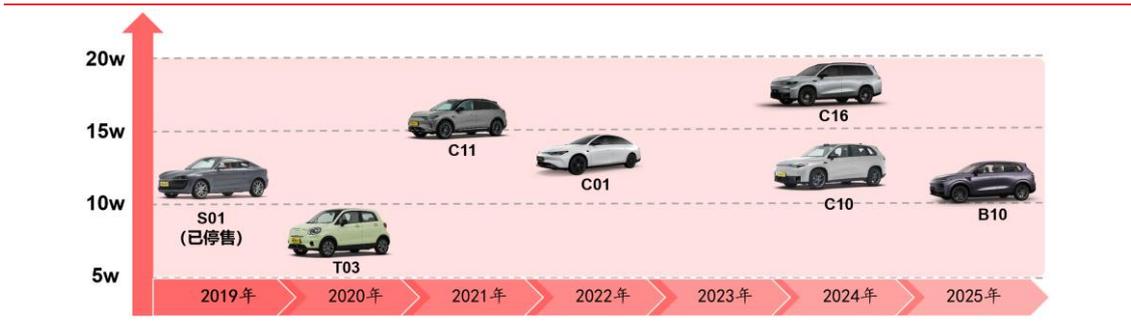
目前零跑旗下的车型聚焦在 10-20 万的主流大市场。对于中国汽车市场来说，10-20 万的汽车不仅迎合了中产家庭的购车预算，也能满足普通家庭日常通勤以及短途出行的配置需求，因此也成为了市场汽车最具竞争力和活力的细分领域之一。近年来，10-20 万价格带的销量均稳定在 1000 万辆以上，且有逐年增长的趋势，是市场空间最大的价格带。目前零跑旗下车型除了 T03 外，主销配置均聚焦在此价格带，覆盖了非常广泛的主流汽车消费群体，为市场开拓提供了广阔的空间。

图4：中国乘用车销量—按价格带分（单位：万辆）



资料来源：乘联会，麦高证券研究发展部

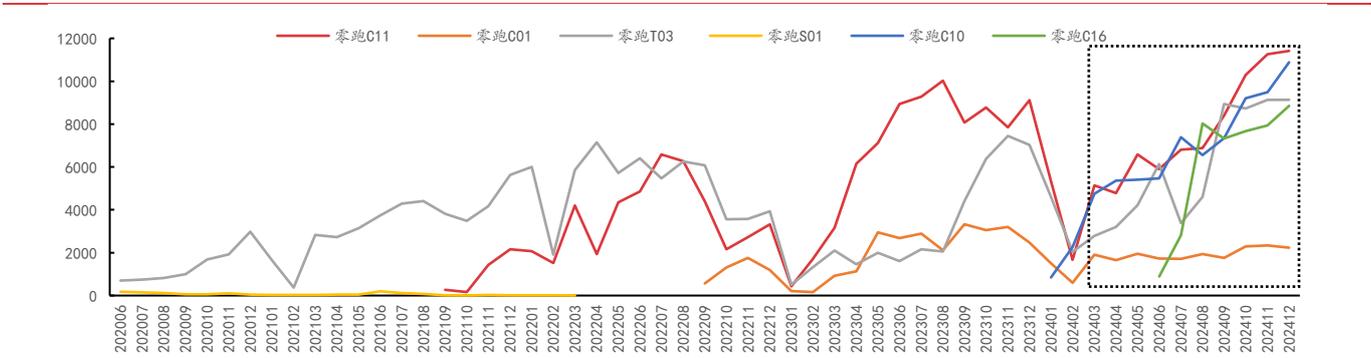
图5：零跑旗下车型分布情况



资料来源：懂车帝，麦高证券研究发展部

得益于极高的产品胜率，零跑汽车的整体销量稳步提升。2024 年零跑 C11 和 C10 实现了月销破万、T03 和 C16 接近月销破万，成绩优异，带动零跑汽车总交付量接近 30 万辆，在新势力品牌中稳居前三，其中 2024 年第四季度月均销量超过 4 万辆，表现亮眼。我们认为，零跑的成功本质上是依托于其全域自研的能力，并延伸出三大成功要素：其一，以低成本和高效率推出增程车型；其二，老款车型强势的更新换代；其三，新款车型凭借极致的品价比上市即成为爆款热销。

图6：零跑汽车分车型销量情况（单位：辆）



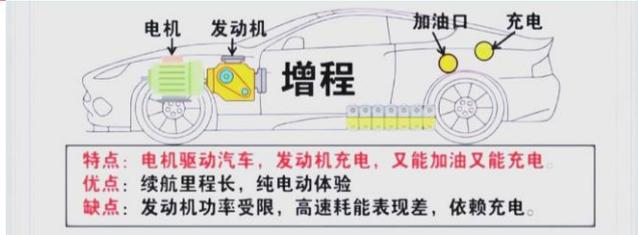
资料来源：乘联会数据，麦高证券研究发展部

## 1.2 基于全域自研能力，零跑精心打造三大产品战略助力公司实现突围

### 1.2.1 产品战略 1：基于平台化造车能力，高效布局增程版车型拉升销量

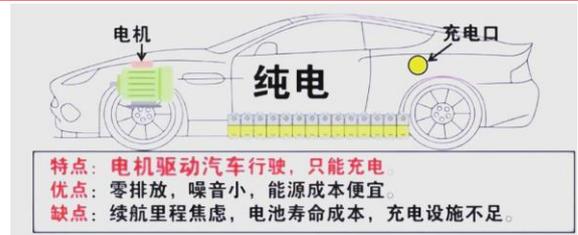
增程架构和纯电架构同根同源，且有独特的好处。增程的技术路线和纯电车同根同源，只需要在纯电车平台架构上增加高度解耦的增程系统即可。因此对于掌握纯电平台技术的车企来说，可以很容易打造出增程版车型。正因如此，增程版车型的驾驶体验更接近纯电，并可以随时用燃油补充续航里程，能很大程度的解决车主的续航焦虑，可以跟纯电车形成互补，更广泛的覆盖消费者。

图7：增程版本车型架构示意图及优劣势



资料来源：有驾，麦高证券研究发展部

图8：纯电版本车型架构示意图及优劣势



资料来源：有驾，麦高证券研究发展部

零跑增程车型与纯电定价接近，旨在互补而非互博。得益于超级集成技术架构，零跑可以以较低的投入和较高的效率推出增程版本车型。2023 年零跑正式推出了旗下第一款增程车型—C11 增程版，而且陆续完成了对 C 系列全系车型的纯电和增程双动力类型布局。不仅如此，零跑的增程车型定价和纯电车型定价十分接近，没有凭借非常低的价格去刻意引导消费者购买，仅作为纯电车型的补充，丰富消费者的购买选择。

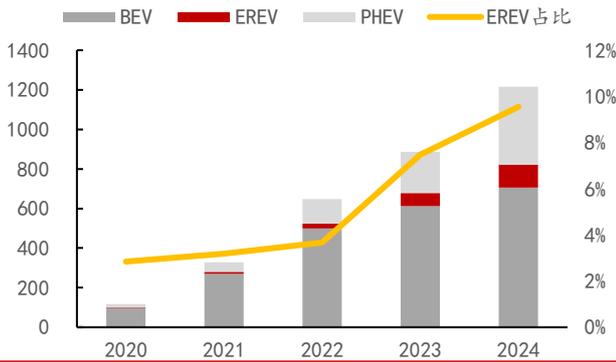
表1：零跑 C 系列车型纯电版和增程版对比

| 车型  | 类别               | 增程版         | 纯电版         |
|-----|------------------|-------------|-------------|
| C01 | 官方指导价 (万元)       | 13.68-15.58 | 13.98-15.88 |
|     | CLTC 综合续航里程 (KM) | 1176-1276   | 525-625     |
| C10 | 官方指导价 (万元)       | 13.58-16.58 | 12.88-16.88 |
|     | CLTC 综合续航里程 (KM) | 1190        | 410-530     |
| C11 | 官方指导价 (万元)       | 14.88-18.58 | 15.18-20.58 |
|     | CLTC 综合续航里程 (KM) | 1110-1210   | 515-580     |
| C16 | 官方指导价 (万元)       | 15.58-17.98 | 16.18-18.98 |
|     | CLTC 综合续航里程 (KM) | 910         | 520-580     |

资料来源：懂车帝，麦高证券研究发展部

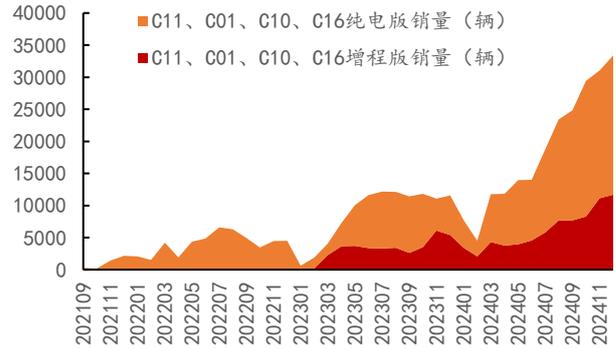
增程的市场规模快速扩张，C 系列增程版为零跑贡献了显著销量。随着市场上越来越多的增程版车型上市，增程版本车型的销量也在快速增长。2024 年增程车型销量达到 116 万辆，同比增长 75%，在新能源车中的占比也提升至了 9.55%。我们认为增程作为没有里程焦虑的技术路线，仍会有很长时间的过渡期和较大的市场空间。零跑的 C 系列增程版车型也给公司贡献了较大的销量：2024 年合计销量超过 7.4 万辆，占全部 C 系列销量超过 33%。因此，我们认为零跑的增程战略收获了显著的成效，为公司做出了可观的销量贡献。

图9：中国新能源车销量结构（万辆）及增程版车型占比（右轴）



资料来源：乘联会，麦高证券研究发展部

图10：零跑C系列车型纯电版和增程版销量情况（单位：辆）

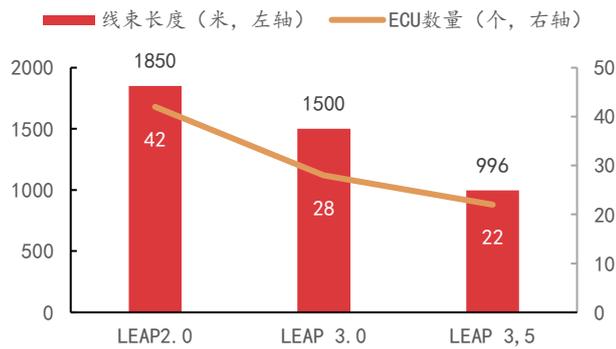


资料来源：乘联会，麦高证券研究发展部

### 1.2.2 产品战略 2：持续对老车型做出有效改款，提升性价比并解决车主痛点

**整车结构的持续迭代升级，零跑改款车型的性价比持续提升。**受益于高比例的自研自造，以及集成化程度的持续提升，零跑对老款车型改款时能够应用全新的架构，缩短整车的线束长度、减少ECU（电子控制器单元）数量，进一步降低生产制造成本，以便于设定更低的价格并增加全新的配置，提升车型的性价比，让老款车型每年都能焕发生机。以上市时间较长的C01和C11为例，2023款和2024款上市时，车型的起售价均有下降，有力的支撑了老款车型销量的稳固。

图11：零跑 LEAP 架构有持续的迭代升级



资料来源：零跑官方公众号，麦高证券研究发展部

图12：C01 和 C11 车型年度款售价情况对比

| 车型  | 能源类型 | 年份    | 最低价 (万) |       | 最高价 (万) |     |
|-----|------|-------|---------|-------|---------|-----|
|     |      |       | 起售价     | 指导价   | 起售价     | 指导价 |
| C11 | 纯电   | 2021款 | 18.58   | 23.98 |         |     |
|     |      | 2023款 | 15.58   | 20.98 |         |     |
|     |      | 2024款 | 15.18   | 20.98 |         |     |
|     | 增程   | 2023款 | 14.98   | 18.93 |         |     |
|     |      | 2024款 | 14.88   | 18.58 |         |     |
| C01 | 纯电   | 2022款 | 19.38   | 28.68 |         |     |
|     |      | 2023款 | 14.98   | 20.88 |         |     |
|     |      | 2024款 | 13.98   | 19.98 |         |     |
|     | 增程   | 2023款 | 14.58   | 18.92 |         |     |
|     |      | 2024款 | 13.68   | 15.58 |         |     |

资料来源：汽车之家，麦高证券研究发展部

**零跑的改款机型均能针对性解决用户痛点，产品打造能力极强。**零跑对改款机型升级时，不仅是简单的堆砌功能配置，而是会认真倾听消费者的声音，针对用户最关心和在意的领域着重改进，并会针对其普遍反馈的痛点做出改进，例如在2024款C01后排天幕玻璃上增加织物遮挡以便更好的防晒、在C11底盘上增加FSD可变阻尼减震器以便提升驾乘舒适度等。因此零跑的老款车型在年度改款后均能焕发新生，能持续得到消费者的认可，展现了公司极强的产品打造能力。

表2: 2024 款零跑 C01、C11、T03 改款升级内容梳理

| 车型      | 项目     | 升级内容  |
|---------|--------|---|
| C01、C11 | 中央域控架构 | 标配四叶草中央集成式电气架构，采用中央超算加四域合一的架构形态，性能全面提升，满足了未来至少五年的待之进化的需求。                                     |
|         | 外观     | 新增崧岚灰的外观颜色，和驼绒棕的内饰颜色  |
|         | 智能座舱   | 中控屏幕从连接式的三联屏升级成中央悬浮式、矩阵式三屏设计。中控触屏部分，尺寸从12寸升级到了14.6寸，分辨率从1080P升级至2.5K的超高分辨率，并采用超窄式边框设计提供超大屏占比。 |
|         | 车机系统   | 车机芯片从8155升级至8295，车机系统更流畅，并搭载了自研的人机交互界面和全新的语音识别系统  |
|         | 乘坐空间   | 得益于CTC2.0技术，电池体积更小，整车的台地更低，带来了更大的乘坐空间和更舒适的坐姿  |
|         | 细节     | 方向盘上的多功能按键材质从容易留下指纹和划痕的钢琴烤漆改成了更耐磨的灰色的哑光材质   |
| C01     | 用户痛点   | 24款C01天幕上取消了遮挡视野的横梁，采用了1.84M²超大一体式天幕，并后排的头部增加了一个织物的遮挡，物理防晒效果更好。                               |
| C11     | 用户痛点   | 24款C11纯电版车型增加了FSD可变阻尼减震器，在颠簸路面上的操控体验更好、乘坐舒适度更佳  |
| T03     | 配置     | 升级开放式中央通道、主驾6向调节、车身稳定系统、定速巡航、坡道辅助、自动驻车等，并升级了14项座椅的优化提升了舒适度                                    |

资料来源：汽车之家、公开资料整理，麦高证券研究发展部

1.2.3 产品战略3: 打造新车的思路清晰，新车型均能实现上市即爆款

全域自研自产保障，零跑 C10 实现了极致的品价比。在全域自研自产、精准降本能力的加持下，零跑能够持续通过“更低价格、更大空间、更高配置”的战术打造爆款车型。以零跑 C10 为例，在与主流车企的竞品车型对比中可以发现：与其价格接近的车型，在车身尺寸和配置上全面落后于 C10；与其配置和尺寸上接近的车型，价格上则远高于 C10。因此 C10 才能在激烈的市场竞争中脱颖而出，上市 24 小时预售订单便达到 15510 台，真正意义的实现上市即热销。

图13: C10 增程版主销配置和竞品车型参数对比

|          | 零跑C10210智享版    | 宋plus 112km 尊贵型 | 银河L7 115KM 星舰 |
|----------|----------------|-----------------|---------------|
| 厂商指导价(万) | 14.58          | 14.58           | 14.88         |
| 纯电续航(KM) | 210            | 112             | 115           |
| 发动机      | 1.5L 95马力      | 1.5L 101马力      | 1.5T 163马力    |
| 馈电油耗(L)  | 5.1            | 4.95            | 5.23          |
| 轴距(mm)   | 2825           | 2765            | 2785          |
| 辅助驾驶     | L2 全速自适应巡航     | 定速巡航            | L2 全速自适应巡航    |
| 中控屏幕尺寸   | 14.6英寸 2.5k分辨率 | 12.8英寸          | 13.2英寸        |
| 前排座椅功能   | -              | -               | 加热/通风/按摩      |
| 主动安全系统   | YES            | NO              | YES           |

资料来源：汽车之家，麦高证券研究发展部

图14: C10 纯电版主销配置和竞品车型参数对比

|            | 零跑C10530智享版 | 宋L 550km 卓越型 | 深蓝S07 520 MAX PRO |
|------------|-------------|--------------|-------------------|
| 厂商指导价(万)   | 14.88       | 18.98        | 17.49             |
| CLTC续航(KM) | 530         | 550          | 520               |
| 电机功率(kW)   | 170         | 150          | 190               |
| 百公里加速(s)   | 7.29        | 8.5          | 7.6               |
| 轴距(mm)     | 2825        | 2930         | 2900              |
| 中控屏幕尺寸     | 14.6英寸      | 15.6英寸       | 15.6英寸            |
| 前排座椅功能     | -           | 腰托/加热/通风/按摩  | 腰托/加热/通风等         |
| 后排座椅功能     | 靠背调节        | 靠背调节、加热      | -                 |
| 热泵空调       | YES         | YES          | NO                |

资料来源：汽车之家，麦高证券研究发展部

C16 凭借极致性价比打造了 15-20 万价格带稀缺的六座 SUV 产品。C16 不仅拥有极强的品价比，而且定义在“15-20 万中大型六座 SUV”这一相对蓝海的市場，竞争环境相对也宽松。与主流车企的竞品车型相比，15-20 万价格带的中大型 SUV 均为五座版本，六座版的中大型 SUV 价格普遍在 20 万以上。然而零跑 C16 通过 2+2+2 的六座布局设计，解决了对六座 SUV 有需求消费者的痛点，受到了市场的认可，预售 24 小时订单便突破 11950 辆。

图15：目前市面上主流的中大型 SUV 价格带分布情况



资料来源：懂车帝，麦高证券研究发展部

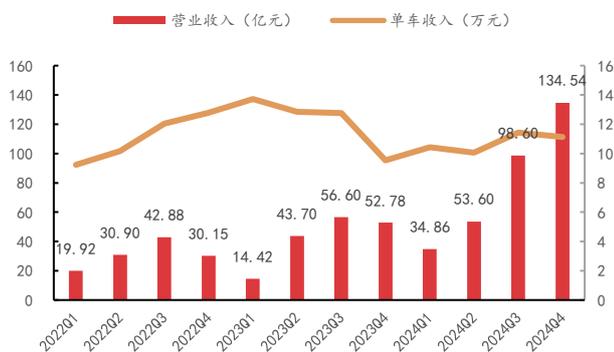
## 二、2024Q4 实现单季度盈利，未来盈利可持续性较强

伴随着销量的提升，零跑的业绩表现也在持续进步。2024 年零跑实现营收 321.6 亿元，同比+92%，毛利率提升至 8.4%，并在 2024Q4 归母净利润首次实现转正，达到 0.8 亿元，成为第二家盈利的造车新势力。我们认为零跑汽车实现盈利的原因主要有三个，其一：销量提升带来的规模优势，能增强在产业链中的话语权以拿到更低的采购价格，并能摊薄三费及折旧摊销费用，其二：持续的技术降本并叠加锂电池成本的下行，带来生产端成本的降低；其三：随着 C 系列新车型的陆续上市，利润较低的 T03 销售占比下降，带来销售结构的优化、盈利能力的提升。展望未来，我们认为零跑汽车盈利能力的可持续性较强，主要原因在于其未来新车规划丰富并有足够的渠道力提升，有望带来销量的持续增长并进一步凸显规模优势，此外公司的技术降本及海外业务也有望贡献利润。参考新能源车龙头企业比亚迪的情况，我们认为零跑汽车的盈利仍有提升空间。

### 2.1 零跑汽车的销量提升，带动了盈利能力的持续提升

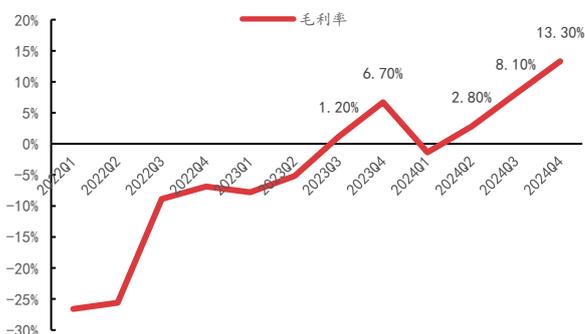
公司营收稳步增长，毛利率实现由负转正。受益于汽车销量的增长，公司的业绩也在稳步提升。2024 年零跑实现营收 321.6 亿元，同比+92%，表现亮眼。此外零跑汽车的毛利率也呈现出稳步增长的态势，2023Q3 单季度毛利率达到 1.2%，首次实现转正。2024 年全年毛利率进一步提升至 8.4%，其中 2024Q4 毛利率达到 13.3%，创下历史新高。

图16：零跑汽车营业收入（左轴）及单车销售收入（右轴）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图17：零跑汽车毛利率变化



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

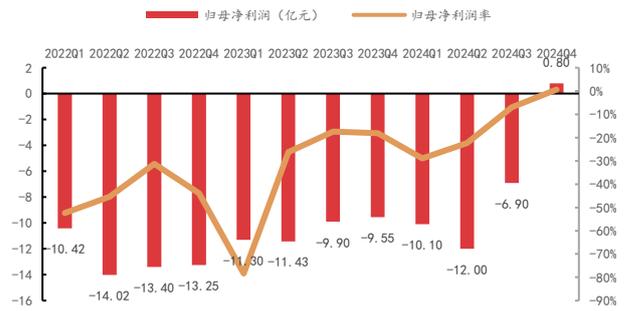
盈利能力持续改善，2024Q4 首次实现盈利。随着销量的提升，公司的盈利能力也在持续提升。2024Q4 公司的归母净利润首次实现转正，实现 0.8 亿元，提前一年实现单季度净利润转正的目标，成为造车新势力中第二家实现盈利的企业。

图18: 零跑汽车销量 (左轴) 及单车利润 (右轴)



资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

图19: 零跑汽车归母净利润 (左轴) 及归母净利润率 (右轴)

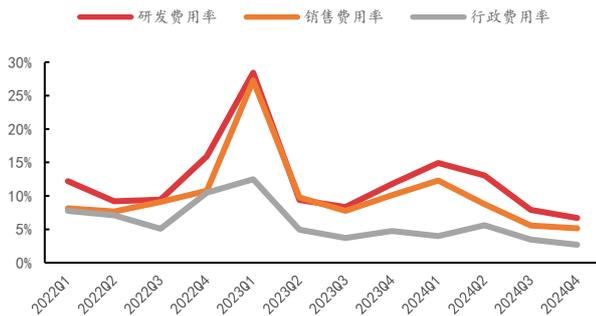


资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

## 2.2 零跑盈利改善的三大主要原因: 规模优势、技术降本、销售结构优化

**原因一: 规模优势带来的成本显著下降。**随着公司销量的提升, 规模优势也会愈发明显的凸显, 能够带来显著的成本下降。原因在于, 其一: 销量规模的提升意味着主机厂在供应链中的话语权增强, 因此可以拿到更低的采购价格; 其二: 销量的增长能进一步摊薄零跑汽车三费及折旧摊销费用, 带来整车成本的降低。

图20: 零跑汽车研发/销售/行政费用率变化



资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

图21: 零跑的折旧摊销费用 (左轴) 及单车分摊金额 (右轴)



资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部

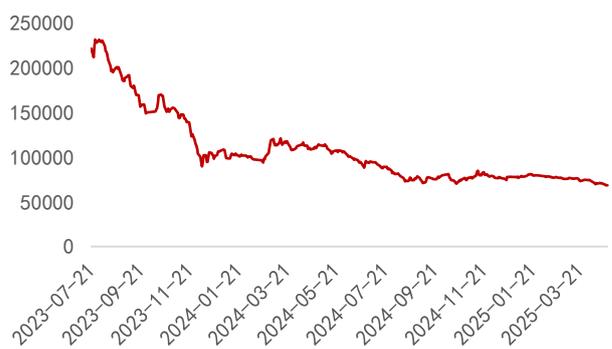
**原因二: 持续的技术降本带来生产端成本的降低。**自 2022 年 9 月起零跑开启了全员降本工作, 由内部不同部门负责技术降本的员工组成了降本委员会, 定期开会讨论降本举措, 助力其在生产技术端和供应链管理端全面高效降本。与此同时, 叠加锂电池成本的持续下行, 零跑的降本举措也收获了成效。自 2022 年 9 月起, 以 6 个月为一个周期, 截至 2024 年 3 月, 零跑各周期累计实现降本为 16%、16%、10%, 18 个月累计降本超 40%, 带来了生产端成本的显著降低。

图22: 零跑汽车的降本举措梳理



资料来源: 公开资料整理, 麦高证券研究发展部整理

图23: 碳酸锂期货结算价(活跃合约) (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

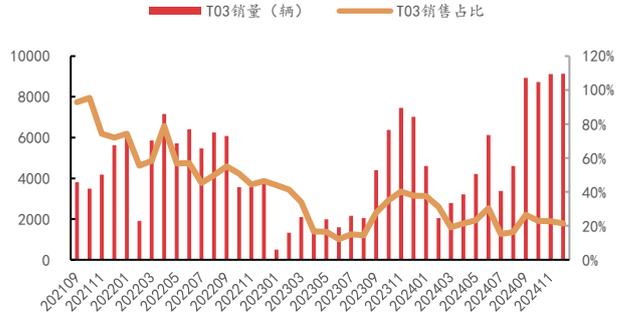
**原因三：新车型上市带来销售结构的持续优化。**T03 是零跑推出的第二款车型，定位于纯电小车，售价仅为 5.99-6.99 万元，销量表现优异。但由于售价偏低，因此 T03 的利润水平预计也会相对较低。而由于早期零跑车型较少，T03 的销售占比偏高，随着 C 系列新车型的陆续上市和热销，T03 的销量占比也在逐步下降。而 C 系列车型由于售价更高，因此预计利润水平更好，带来了销售结构的优化，也显著提升了公司的盈利能力。

图24：售价仅为 5.99-6.99 万元的 T03



资料来源：零跑官网，麦高证券研究发展部

图25：零跑 T03 销量（辆）及在销量中的占比（右轴）



资料来源：乘联会数据，麦高证券研究发展部

### 2.3 未来销量增长的确性强，公司盈利能力有望持续提升

**公司未来销量有望持续增长，推动规模优势继续凸显。**汽车行业的本质是规模生意。随着销量的提升，规模优势将会持续凸显，车企对产业链的把控能力会进一步加强、也能摊薄公司的三费及固定成本等，推动盈利的持续上行。我们认为公司未来销量持续增长的确性强，原因在于：

**其一：公司的新车储备丰富。**零跑规划了 A、B、C、D 四个车型系列，将会从目前聚焦在 10-20 万价格带的战略扩展至对全价格带形成覆盖。2025 年 B 系列会有三款车型上市、2026 年还有 D 系列和 A 系列的车型发布，叠加现有的 C 系列车型的全系改款，公司未来几年的新车节奏非常密集。我们预计公司的全新车型将会延续高品价比的战略，为公司的销量提升持续贡献动力源泉。

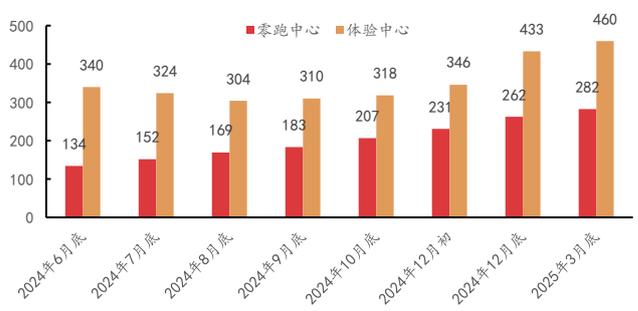
**其二：公司的渠道建设持续发力。**零跑的渠建设采用了 1+N 的模式，由 1 家区域中心店可以扩展 N 家展示店，并充分利用全国各地的成熟经销商资源快速的拓展渠道。截止 2025 年 3 月底，公司全国已有 907 家门店，销售网店覆盖了 283 个城市，且数字仍在进一步上升。未来公司预计将会陆续拓展下沉市场，进一步增加渠道数量，有望能强有力的支撑起公司的销量规模。

图26：零跑 ABCD 四个系列的车型规划

|      | 产品              | 介绍说明                          |
|------|-----------------|-------------------------------|
| A 系列 | 待定              | 主打小型车领域，定位 A 级、A0 级，甚至尺寸更小的车型 |
| B 系列 | B10 等           | 主打紧凑级领域，年轻化用户的新选择             |
| C 系列 | C11、C01、C11、C16 | 主打中型或中大型领域，走大众市场，性价比路线        |
| D 系列 | 待定              | 面向更大尺寸、更高端化的产品                |

资料来源：新出行，麦高证券研究发展部

图27：零跑汽车渠道数量变化（单位：家）

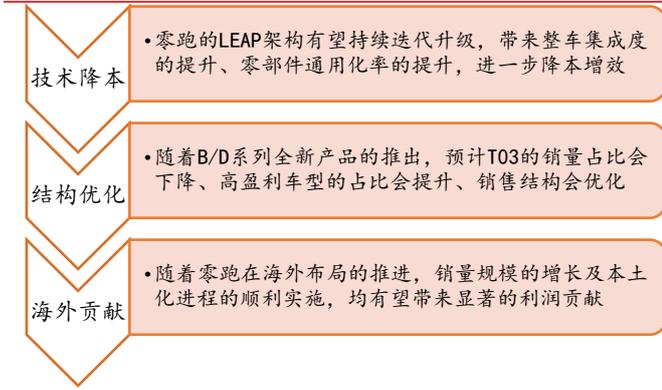


资料来源：零跑汽车公众号，麦高证券研究发展部

**降本仍有潜力可挖，对标龙头来看公司单车盈利仍有较大空间。**除去规模效应因素外，我们认为零跑的降本仍有潜力可挖。例如造车技术进步带来的技术降本、销售结构的持续优化、海外业务的利润贡献等，因此我们认为零跑的盈利能力有望继续向好，盈利的可持续性概率非常高。

参考新能源车龙头企业比亚迪来看，尽管面临着行业竞争加剧等不利因素，但随着其季度车型销量的提升，其单车利润也呈现出了明显的提升态势。我们认为零跑和比亚迪有一定程度的相似性，例如二者均是专注于新能源车型、均采用了经销商模式而非直营体系、都是高度垂直化的供应链体系等。因此我们认为，随着未来销量的提升和其余降本举措的陆续推进，未来零跑汽车的单车盈利仍有较大的想象空间。

图28：推动零跑盈利能力持续提升的因素梳理



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部整理

图29：比亚迪新能源车季度销量（左轴）及单车利润（右轴）



资料来源：Wind，乘联会数据，麦高证券研究发展部

### 三、海外渠道和工厂资源具备独特优势，零跑海外业务确定性强

斯特兰蒂斯是全球第四大造车集团，旗下拥有如克莱斯勒、雪铁龙、玛莎拉蒂、标致等知名的汽车品牌，在欧洲和南美市场较为强势。2023 年斯特兰蒂斯集团和零跑汽车正式达成战略合作，双方各取所需、互相赋能，并在 2024 年成立了合资公司零跑国际，负责零跑汽车的海外销售。我们认为零跑汽车海外业务成功的概率非常高。首先：斯特兰蒂斯和零跑的合作具有明显的独特性，且在自身业绩下滑的背景下，预计斯特兰蒂斯将会对零跑投入更多的资源；其次，零跑目前的新能源车型产品力优秀，在欧洲的竞争力较强，且仍有多款新车储备；再次，零跑可以利用斯特兰蒂斯集团庞大的经销商资源快速在欧洲、南美等地拓展自身的网点，增加曝光度、支撑销量。最后，零跑可以利用斯特兰蒂斯在全球各地的工厂快速实现本土化生产，具备了甚至是特斯拉等龙头企业都不具备的优势。此外在目前的出口模式下，零跑国际需承担高额的海运费、关税等费用，导致其盈利能力相对有限。若未来实现本土化生产，不仅能节省出口的费用，还能将国内优秀的生产经验复制到海外。因此我们认为公司的海外业务有望带来显著的利润。

#### 3.1 斯特兰蒂斯是全球第四大汽车集团，2023 年和零跑达成战略合作

斯特兰蒂斯是全球第四大造车集团，汽车业务遍及全球。斯特兰蒂斯股份有限公司 (Stellantis N.V.) 是一家跨国汽车制造商，由意大利-美国公司菲亚特克莱斯勒汽车与法国公司标致雪铁龙集团合并而成。截止 2024 年，Stellantis 是全球销量第四大汽车制造商，旗下拥有如克莱斯勒、雪铁龙、玛莎拉蒂、标致等知名的汽车品牌，业务遍及 130 多个国家。

从全球范围来看，欧洲和南美是斯特兰蒂斯最强势的市场，2024 年斯特兰蒂斯在当地的市占率分别达到 16.4% 和 22.9%；在北美和中东非市场也有所建树，印度&中国等亚太地区则是斯特兰蒂斯相对弱势的市场区域。

图30：斯特兰蒂斯集团旗下的品牌示意图



资料来源：斯特兰蒂斯年报，麦高证券研究发展部

图31：2024年斯特兰蒂斯集团在全球各区域的销售情况

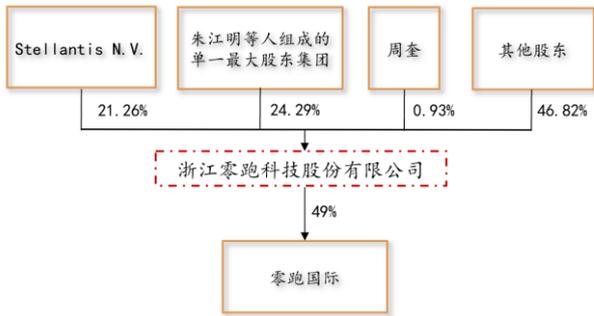
| 区域         | 2024年销量 (万辆) | 2024年收入 (亿欧元) | 2024年市占率 |
|------------|--------------|---------------|----------|
| 北美         | 152.7        | 635           | 7.80%    |
| 欧洲         | 257.7        | 590           | 16.40%   |
| 南美         | 91.6         | 159           | 22.90%   |
| 中东非        | 53.8         | 101           | 12.40%   |
| 印度&中国&亚太区域 | 11           | 20            | 小于0.5%   |

资料来源：斯特兰蒂斯年报，麦高证券研究发展部

**零跑和斯特兰蒂斯战略合作，各取所需、相互赋能。**2023年10月26日，斯特兰蒂斯集团宣布计划投资约15亿欧元以获取零跑汽车约20%的股权，成为零跑汽车的一个重要股东。此外双方还以51:49的比例成立合资公司“零跑国际”，负责向全球其它所有市场开展零跑汽车的出口和销售业务，以及在当地制造零跑汽车产品。我们认为，双方的合作是各取所需、相互赋能：

- 斯特兰蒂斯集团在造车领域有深厚的底蕴，能在底盘调教、内燃机技术等较为复杂的领域为零跑赋能；此外它还拥有遍布全球渠道网络、经销商资源、供应链体系、工厂及产线等，能最大程度助力零跑的全球化战略。
- 零跑则聚焦在新能源车领域，有深厚的车型开发经验和丰富的现有车型供给，并在电机、电控等电动化领域有深厚的自研经验和技術累积，智能驾驶和智能座舱技术也相对成熟，能助力斯特兰蒂斯集团的电动化转型。

图32：截至2024年6月30日零跑汽车股权结构



资料来源：公开资料，麦高证券研究发展部

图33：斯特兰蒂斯和零跑相互赋能



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部整理

### 3.2 斯特兰蒂斯集团全方位赋能，零跑海外业务有望快速发展

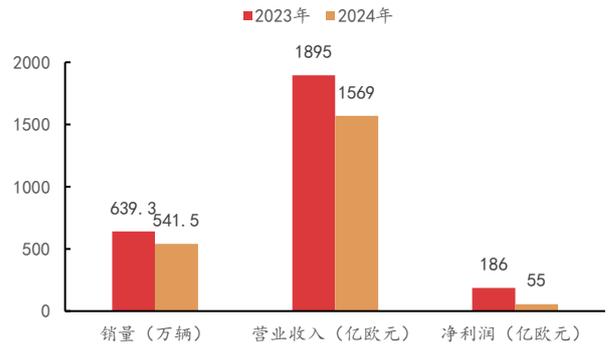
斯特兰蒂斯和零跑的合作具备独特性，未来预计会投入更多资源。近年来，丰田、大众、本田、福特等主流车企纷纷借助与中国车企的合资关系来加快自身的电动化转型，而斯特兰蒂斯由于缺乏中国车企的资源支持，导致电动化转型相对较慢，旗下的新能源车型供给较少且产品力较弱。此外，受到全球汽车市场压力较大、而且自身面临着产品组合转型等问题的影响，2024年斯特兰蒂斯集团的销量下滑15%、收入下滑17%、净利润下滑70%。若想实现2030年收入达到3000亿欧元目标，其更需要依赖零跑汽车的全面介入，因此我们可以预期的是，未来斯特兰蒂斯会向零跑投入较多的资源，且二者的合作预计会更加稳固。

图34：2024 年全球主流汽车集团电动化进程梳理

| 汽车集团  | 2024年销量 (万辆) | 与之合作的中国车企 | 与中国车企的合作情况及电动化进程                  |
|-------|--------------|-----------|-----------------------------------|
| 丰田    | 1016         | 广汽、一汽     | 计划在2027年前发布自主开发的约15款电动汽车          |
| 大众    | 903          | 上汽集团      | 借助与上汽集团的合作，大众ID.系列销量已初具规模         |
| 现代起亚  | 723          | 北汽、东风     | 旗下拥有现代 IONIQ 系列、Kia EV 系列等多款新能源车型 |
| 斯特兰蒂斯 | 542          | 零跑        | 除零跑外，旗下品牌的电动化转型速度缓慢，缺乏有竞争力的新能源车型  |
| 通用    | 401          | 上汽集团      | 旗下别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌均有上汽合作生产的国产新能源车  |
| 福特    | 400 (预估)     | 长安汽车      | 借助与长安集团的电动化基数打造旗下的新能源车型，推出了电马等车型  |
| 本田    | 381          | 广汽、东风     | 借助广汽集团的基数，雅阁、CR-V 等热门车型均推出了新能源车版本 |

资料来源：电动知家，麦高证券研究发展部

图35：2024 年斯特兰蒂斯集团的销量、收入、利润情况



资料来源：斯特兰蒂斯年报，麦高证券研究发展部

零跑车型在海外的竞争力较强，未来新车型接力有望继续开拓市场。2024 年零跑旗下的 T03 和 C10 已经陆续在西班牙、比利时、法国等欧洲国家销售。目前来看，零跑旗下的车型在海外的竞争力均相对较强，受到了消费者的欢迎。以西班牙市场为例，T03 与直接对手 Spring 的对比之下明显占优：价格更低、续航更长、配置更高。此外，在欧洲城市道路偏窄的使用场景下，车身短小的 T03 也符合了消费者的需求，受到了欢迎。2025 年，T03 还荣获了欧洲纯电动汽车里程性价比第一名的成绩。继 T03 和 C10 之后，零跑规划的 3 款 B 系列车型均为全球车，均是针对全球市场开发设计，预计将会陆续推入欧洲市场，继续丰富零跑汽车的海外车型供给。

图36：T03 和直接竞品车型 Spring 对比（以西班牙市场为例）

| 类别            | 零跑 T03  | Dacia Spring | T03 优势   |
|---------------|---------|--------------|----------|
| 起售价 (欧元)      | 11900   | 17890        | 低5990欧元  |
| WLTP续航里程 (KM) | 265     | 225          | 长40km    |
| 轴距 (mm)       | 2400    | 2423         | 几乎一致     |
| 电池电量 (kWh)    | 37.3    | 26.8         | 多10.5kWh |
| 轮毂            | 15寸 铝合金 | 14寸          | 大1寸      |
| 百公里加速时间 (s)   | 12.7    | 19.1         | 短6.4s    |
| 仪表盘尺寸         | 8英寸     | 7英寸          | 大1英寸     |

资料来源：零跑官网、Dacia 官网，麦高证券研究发展部

图37：T03 荣获 2025 年欧洲纯电动汽车里程性价比第一名



资料来源：零跑汽车官方微博，麦高证券研究发展部

零跑利用斯特兰蒂斯集团的经销商赋能，快速在全球拓展渠道。零跑在拓展海外渠道时，可以充分借助斯特兰蒂斯集团在全球的经销商资源和分销渠道，能够和斯特兰蒂斯集团旗下的标致、雪铁龙、菲亚特等品牌在同店销售，这样不仅能增加曝光量，还能节约经销商的渠道建设成本、加快门店开设，并保障售后服务的质量和速度。截至 2024 年底零跑在欧洲已经有超过 300 家的门店，并预计在 2026 年将欧洲销售网络拓展至 500 家。除欧洲外，斯特兰蒂斯集团在南美和中东非市场也相对强势，因此预计零跑也能够复制这一模式、充分利用斯特兰蒂斯的现有资源，在巴西、智利、土耳其、以色列等国家实现快速的渠道拓展、支撑其销量的提升。

图38：零跑在海外首批建成的门店示意图



资料来源：零跑官方公众号，麦高证券研究发展部

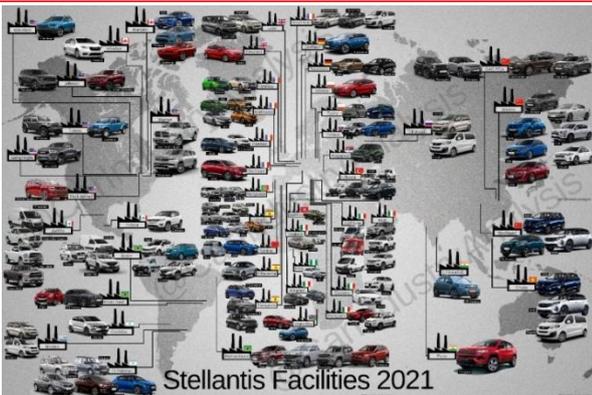
图39：零跑海外市场拓展情况



资料来源：autocar professional，麦高证券研究发展部

零跑可以利用斯特兰蒂斯遍布全球的工厂，快速实现本土化生产。作为战略合作的一部分，零跑能够利用斯特兰蒂斯全球的工厂生产旗下的电动车型。2024 年零跑已经开始利用斯特兰蒂斯位于波兰蒂黑的工厂生产旗下的 T03 车型。截至 2021 年，斯特兰蒂斯集团在 24 个国家共计设有共计 52 座工厂，其中北美 8 座、拉丁美洲 7 座、欧洲&俄罗斯&土耳其 26 座、非洲 4 座，亚洲 7 座。因此，预计零跑可以在全球范围内挑选区位优势较好的工厂生产旗下车型，满足各个大洲的销售需求。参考特斯拉在建设德国工厂的过程中面临的一系列问题导致的进程缓慢，零跑借用斯特兰蒂斯的工厂能够显著节约海外投资成本、加快工厂建设节奏，这也是零跑出海独特的优势。

图40：斯特兰蒂斯全球工厂分布情况（2021 年）



资料来源：Fiat 官网，麦高证券研究发展部

图41：特斯拉德国超级工厂建设进展

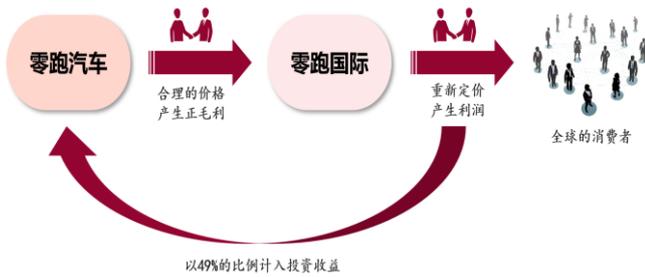


资料来源：维基百科，麦高证券研究发展部

### 3.3 零跑海外业务处理模式独特，海外本土化生产后利润有望显著提升

零跑通过零跑国际实现海外销售，但面临运费和关税等费用压力。零跑目前采用了轻资产出海的模式，即零跑以能产生合理的毛利的价格将旗下的车型批发销售给其非控股的子公司零跑国际，随后零跑国际向全球消费者销售其购买到的车型，并承担全部的费用。在产生净利润后，零跑汽车按照持股比例（49%）将零跑国际的利润计提至其投资收益中。由于目前的海运费用较高、欧洲加征关税等因素存在，零跑国际还未能产生明显的利润贡献。

图42：目前零跑海外业务的处理模式



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

图43：零跑国际在出口过程中需要承担的费用列举



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部整理

在海外本土化生产之后，海外业务预计能够贡献显著的利润。主机厂传统在海外投资建厂的模式需要经历漫长的规划、审批、开工、完工、获得生产许可等过程，投资大且耗时长。零跑借助斯特兰蒂斯工厂，则可以快速的将其原有产线调整至可生产状态，耗时更短、效率更高。且近年来斯特兰蒂斯集团已经开始陆续对旗下的工厂做电动化的改造升级，给零跑未来在全球的快速本土化生产提供了便捷。在海外开启本土化生产后，不仅可以规避高昂的运费和关税，而且可以把国内生产中优秀的成本管控能力复刻至海外，提升海外车型的性价比，并凭借规模优势进一步降低生产成本，提升单车利润。因此我们认为，零跑的海外本土化生产有望较快的落地，并能提升零跑的海外业务利润。

图44：斯特兰蒂斯已着手准备对部分旗下工厂电动化改造

| 国家  | 工厂                      | 详细说明   |
|-----|-------------------------|--|
| 意大利 | Verrone工厂               | 全面开启升级改造，用于生产电驱模块的关键部件，预计于2027年底全面投产                     |
| 美国  | 斯特灵海茨装配厂、沃伦卡车装配厂和邓迪发动机厂 | 共计投资4.06亿美元，将三家位于密歇根的工厂打造成斯特兰蒂斯电动化转型的核心                  |
| 墨西哥 | 托卢卡工厂                   | 计划在墨西哥生产纯电动Jeep Wagoneer S，供应北美市场和全球出口。                  |
| 英国  | 埃尔斯米尔港工厂                | 转型为斯特兰蒂斯在英国首家纯电动汽车量产工厂                                   |
| 西班牙 | 萨拉戈萨                    | 与CATL合作投资41亿欧元建设一座超级工厂，以实现电动车电池的本地化供应。                   |
| 巴西  | 待定                      | 计划在巴西投资300亿雷亚尔(约合61亿美元)，以提高柔性混合动力车型的产量，供巴西国内使用，并可能出口到邻国。 |

资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

图45：零跑海外本土化生产预计会带来显著的利润贡献



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部整理

## 四、盈利预测与估值

随着多款新车型的陆续上市及渠道数量的增长，我们预测零跑的车型销量将会持续增长。2025-2027年销量分别为55、70、89万辆，其中海外销量分别为5、10、15万辆。

随着车型销量的提升，我们预计零跑2025-2027年的营业收入将分别达到605、805、1068亿元；且随着规模优势的进一步凸显和销售结构的持续优化，我们预计2025-2027年零跑汽车的毛利率分别为12.5%、13%、13.5%。

我们预计零跑汽车的研发、销售及行政费用率也将会呈现逐步下行的趋势，推动公司2025-2027年归母净利润分别实现0.69、22.52、43.92亿元。

表3: 零跑汽车盈利预测

|             | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 销量 (万辆)     | 11.12  | 14.42  | 29.37  | 55.0  | 70.00 | 89.00  |
| 其中海外销量 (万辆) | -      | -      | 1.4    | 5     | 10    | 15     |
| 营业收入 (亿元)   | 123.8  | 167.5  | 321.6  | 605   | 805.0 | 1068.0 |
| 毛利率         | -15.4% | 0.5%   | 8.4%   | 12.5% | 13.0% | 13.5%  |
| 研发费用率       | 11.4%  | 11.4%  | 9.0%   | 6.3%  | 6.0%  | 5.7%   |
| 销售费用率       | 9.0%   | 10.7%  | 6.7%   | 4.5%  | 3.5%  | 3.5%   |
| 行政费用率       | 7.3%   | 5.1%   | 3.5%   | 2.0%  | 1.7%  | 1.5%   |
| 归母净利润 (亿元)  | -51.09 | -42.16 | -28.21 | 0.69  | 22.52 | 43.92  |

资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部测算

由于公司国内及海外业务所处阶段的不同, 我们对其采用分部估值的方式进行估值。

**国内部分:** 我们选取同样在港股上市的造车新势力公司理想、小鹏以及蔚来作为零跑汽车的可比公司。对应 2025 年营业收入的一致预期, 可比公司的 PS 均值为 1.11x, 而零跑的 PS 仅为 1.03x, 仍有提升空间。在剔除掉海外车型销量的收入贡献后, 我们预计 2025 年零跑国内销量贡献的营收约为 550 亿元, 参考 1.11x 的 PS 水平, 对应市值为 608.6 亿人民币。

表4: 零跑汽车估值水平与可比公司对比

| 股票代码    | 公司简称      | 市值       |       | 营业收入 (亿元人民币) |          |          |          | CAGR    |       | 市销率 PS (x) |       |       |  |
|---------|-----------|----------|-------|--------------|----------|----------|----------|---------|-------|------------|-------|-------|--|
|         |           | 亿港元      | 港元    | 2024A        | 2025E    | 2026E    | 2027E    | (24-27) | 2024A | 2025E      | 2026E | 2027E |  |
| 2015.HK | 理想汽车      | 1,947.13 | 90.95 | 1,444.60     | 1,759.55 | 2,267.12 | 2,541.44 | 20.7%   | 1.27  | 1.04       | 0.81  | 0.72  |  |
| 9868.HK | 小鹏汽车      | 1,480.01 | 77.75 | 408.66       | 875.83   | 1,263.49 | 1,549.93 | 55.9%   | 3.40  | 1.59       | 1.10  | 0.90  |  |
| 9866.HK | 蔚来汽车      | 707.47   | 31.70 | 657.32       | 962.47   | 1,234.35 | 1,451.25 | 30.2%   | 1.01  | 0.69       | 0.54  | 0.46  |  |
|         | <b>均值</b> | 1,378.21 | 66.80 | 836.86       | 1,199.28 | 1,588.32 | 1,847.54 | 35.6%   | 1.89  | 1.11       | 0.82  | 0.69  |  |
| 9863.HK | 零跑汽车      | 660.46   | 49.40 | 321.64       | 605.00   | 805.00   | 1,068.00 | 49.2%   | 1.93  | 1.03       | 0.77  | 0.58  |  |

资料来源: wind, 麦高证券研究发展部 (注: 除零跑外, 其余公司预测数据均来源于 wind 一致预期, 数据截至 2025 年 4 月 25 日, 人民币兑港币汇率采用 0.94)

**海外部分:** 我们认为零跑的海外业务具备独特的竞争优势, 有望迅速的兑现落地并具备较高的成长性, 因此应该给予零跑汽车的海外业务独立的估值。我们认为到 2027 年零跑汽车的海外本土化率将达到较高的水平, 海外销量将达到 15 万辆, 单车盈利有望达到 1 万元人民币。保守估计下给予 20x PE 的估值水平, 对应 2027 年市值为 147 亿元人民币。采用 15% 的折现因子, 折算到当下时点, 对应的市值为 111.15 亿元人民币。

表5: 零跑汽车海外业务估值分析

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 2027 年海外业务销量 (万辆) | 15.00  |
| 单车利润 (万元)         | 1      |
| 零跑汽车投资收益 (亿元)     | 7.35   |
| 对应 PE (x)         | 20     |
| 对应市值 (亿元人民币)      | 147.00 |
| 折现因子              | 15%    |
| 对应当下市值 (亿元人民币)    | 111.15 |

资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部测算

结合国内业务和海外业务的估值分析,我们认为零跑汽车的国内及海外业务加总对应的合理市值应为 719.75 亿元人民币,采用 0.94 人民币兑港币的汇率水平,换算市值为 765.69 亿港元。对应当下市值,仍有 15.9% 的上涨空间,6 个月内目标价为 57.27 港元。首次覆盖,给予“买入”评级。

表6: 零跑汽车估值分析及涨幅空间测算

|                   | 内容     |
|-------------------|--------|
| 国内业务对应 PS (x)     | 1.11   |
| 国内销量贡献的营收 (亿元人民币) | 550    |
| 国内业务对应市值 (亿元人民币)  | 608.60 |
| 海外业务对应市值 (亿元人民币)  | 111.15 |
| 公司合理市值 (亿元人民币)    | 719.75 |
| 公司合理市值 (亿港元)      | 765.69 |
| 涨幅空间              | 15.9%  |
| 目标价 (港元)          | 57.27  |

资料来源:公司公告,麦高证券研究发展部测算(注:人民币兑港币汇率采用 0.94)

## 五、风险提示

- 1) **公司新车型销量不及预期风险:** 若公司规划的新车型上市节奏不及预期、定价不及预期等,有可能影响公司未来的销量,从而影响公司的业绩。
- 2) **新能源车行业竞争加剧风险:** 若新能源车行业的竞争格局持续恶化,则有可能对公司的车型销量及单车利润造成影响,从而影响公司的业绩。
- 3) **公司海外业务进展不及预期风险:** 若受到地缘政治等因素影响,公司在海外的业务进展不及预期,则有可能对公司的业绩产生影响。

## 财务报告预测与估值数据

| 资产负债表(百万人民币)     |            |            |            |            | 利润表(百万人民币)      |              |              |              |              |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>265</b> | <b>422</b> | <b>557</b> | <b>744</b> | <b>营业收入</b>     | <b>322</b>   | <b>605</b>   | <b>805</b>   | <b>1,068</b> |
| 现金               | 64         | 149        | 211        | 316        | 其他收入            | 56           | 0            | 0            | 0            |
| 应收账款及票据          | 20         | 34         | 42         | 56         | <b>营业成本</b>     | <b>295</b>   | <b>529</b>   | <b>700</b>   | <b>924</b>   |
| 存货               | 20         | 34         | 41         | 51         | 销售费用            | 21           | 27           | 28           | 37           |
| 其他               | 161        | 205        | 262        | 320        | 管理费用            | 11           | 12           | 14           | 16           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>112</b> | <b>124</b> | <b>135</b> | <b>150</b> | 研发费用            | 29           | 38           | 48           | 61           |
| 固定资产             | 55         | 62         | 68         | 78         | 财务费用            | -3           | 1            | -2           | -4           |
| 无形资产             | 12         | 13         | 14         | 15         | <b>除税前溢利</b>    | <b>-28</b>   | <b>1</b>     | <b>23</b>    | <b>44</b>    |
| 其他               | 45         | 49         | 53         | 57         | 所得税             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>376</b> | <b>546</b> | <b>692</b> | <b>894</b> | <b>净利润</b>      | <b>-28</b>   | <b>1</b>     | <b>23</b>    | <b>44</b>    |
| <b>流动负债</b>      | <b>250</b> | <b>418</b> | <b>540</b> | <b>697</b> | 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款             | 13         | 14         | 15         | 16         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>-28</b>   | <b>1</b>     | <b>23</b>    | <b>44</b>    |
| 应付账款及票据          | 189        | 316        | 409        | 526        | EBIT            | -31          | 1            | 21           | 40           |
| 其他               | 48         | 88         | 117        | 155        | EBITDA          | -31          | 12           | 32           | 53           |
| <b>非流动负债</b>     | <b>26</b>  | <b>27</b>  | <b>28</b>  | <b>29</b>  | EPS (元)         | -2           | 0            | 2            | 3            |
| 长期债务             | 11         | 12         | 13         | 14         |                 |              |              |              |              |
| 其他               | 15         | 15         | 15         | 15         |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>276</b> | <b>445</b> | <b>568</b> | <b>726</b> | <b>主要财务比率</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 普通股股本            | 13         | 13         | 13         | 13         | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 储备               | 87         | 88         | 111        | 155        | 营业收入            | 92.06%       | 88.10%       | 33.06%       | 32.67%       |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>101</b> | <b>101</b> | <b>124</b> | <b>168</b> | 归属母公司净利润        | 33.10%       | 102.45%      | 3156.43%     | 94.98%       |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>101</b> | <b>101</b> | <b>124</b> | <b>168</b> | 毛利率             | 8.38%        | 12.50%       | 13.00%       | 13.50%       |
| 负债和股东权益          | 376        | 546        | 692        | 894        | 销售净利率           | -8.77%       | 0.11%        | 2.80%        | 4.11%        |
|                  |            |            |            |            | ROE             | -28.01%      | 0.68%        | 18.17%       | 26.15%       |
|                  |            |            |            |            | ROIC            | -25.15%      | 1.12%        | 13.69%       | 20.43%       |
|                  |            |            |            |            | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |            |            |            |            | 资产负债率           | 73.25%       | 81.42%       | 82.08%       | 81.21%       |
|                  |            |            |            |            | 净负债比率           | -39.76%      | -121.97%     | -148.16%     | -170.45%     |
|                  |            |            |            |            | 流动比率            | 1.06         | 1.01         | 1.03         | 1.07         |
|                  |            |            |            |            | 速动比率            | 0.91         | 0.93         | 0.95         | 0.99         |
|                  |            |            |            |            | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |            |            |            |            | 总资产周转率          | 0.97         | 1.31         | 1.30         | 1.35         |
|                  |            |            |            |            | 应收账款周转率         | 22.12        | 22.65        | 21.16        | 21.61        |
|                  |            |            |            |            | 应付账款周转率         | 2.05         | 2.10         | 1.93         | 1.98         |
|                  |            |            |            |            | <b>每股指标(元)</b>  |              |              |              |              |
|                  |            |            |            |            | 每股收益            | -2.11        | 0.05         | 1.68         | 3.28         |
|                  |            |            |            |            | 每股经营现金流         | 6.34         | 11.97        | 9.98         | 13.23        |
|                  |            |            |            |            | 每股净资产           | 7.53         | 7.59         | 9.27         | 12.56        |
|                  |            |            |            |            | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                  |            |            |            |            | P/E             |              | 886.70       | 27.23        | 13.97        |
|                  |            |            |            |            | P/B             |              | 6.05         | 4.95         | 3.65         |
|                  |            |            |            |            | EV/EBITDA       | 1.28         | 42.52        | 13.41        | 6.21         |

数据来源: 公司公告、麦高证券研究发展部预测, 注: 股价取2025年4月25日收盘价

### 【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

#### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15% 以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 到 -5% 之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 以下。

#### 行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5% 以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 以下。

### 【分析师承诺】

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

### 【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 麦高证券有限责任公司研究发展部

|    | 沈阳             | 上海                     |
|----|----------------|------------------------|
| 地址 | 沈阳市沈河区热闹路 49 号 | 上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号 |
| 邮编 | 110014         | 陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室     |

## 麦高证券机构销售团队

| 姓名  | 职务   | 手机          | 邮箱                  |
|-----|------|-------------|---------------------|
| 张旭  | 机构销售 | 18195120376 | zhangxu01@mgzq.com  |
| 刘惠莹 | 机构销售 | 17860610172 | liuhuiying@mgzq.com |
| 罗礼智 | 机构销售 | 18502313729 | luolizhi@mgzq.com   |
| 王佳瑜 | 机构销售 | 15393708503 | wangjiayu@mgzq.com  |