

零跑汽车 (09863.HK)

2025 年一季报业绩点评: Q1 毛利率表现大超预期, 新车周期强劲

买入 (维持)

2025 年 05 月 20 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

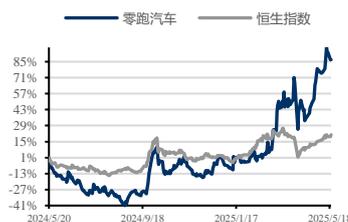
执业证书: S0600524100001
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	16,747	32,164	59,734	90,805	119,586
同比(%)	35.23	92.06	85.72	52.01	31.70
归母净利润 (百万元)	(4,216.27)	(2,820.80)	613.67	4,395.46	7,673.15
同比(%)	17.47	33.10	121.76	616.25	74.57
EPS-最新摊薄 (元/股)	(3.15)	(2.11)	0.46	3.29	5.74
P/E (现价&最新摊薄)	(14.18)	(21.19)	97.41	13.60	7.79

投资要点

- **公司公告:** 公司 2025Q1 收入为 100.2 亿元, 同环比分别为+187.1%/-25.6%; 单季度权益持有人应占净亏损为 1.3 亿元 (2024Q1 为-10.1 亿元, 2024Q4 为 0.8 亿元)。
- **2025Q1 公司毛利率大超预期。1) Q1 公司营收同比大幅改善。**公司 Q1 实现销量 8.8 万辆, 同环比分别+162.1%/-27.6%, 环比受季节性影响有所下滑, 同比大幅增长。公司整体 ASP 环比+2.8%至 11.4 万元。**2) Q1 毛利率表现远超我们预期。**公司 Q1 单季度毛利率为 14.9%, 创历史新高, 同环比分别+16.3/+1.6pct, 环比改善的主要原因为持续推动自研降本&战略合作的推进。**3) 费用率同比改善显著。**公司 Q1 销售/管理/研发费用率分别为 6.1%/3.8%/8.0%, 同比分别-6.2/-0.1/-6.9pct, 环比分别+1.0/+1.1/+1.3pct。渠道方面, 截至 2025 年 3 月底, 本公司已布局了销售门店 756 家, 服务门店 449 家, 覆盖 279 个城市。2025 年公司将持续深化在一二线城市渠道, 提升渠道的质量和经营能力, 预计到 2025 年底本公司新增覆盖 80 个空白市、县, 地级市以上城市覆盖率提升至 90%。**4) 出口:** 2025Q1 公司出口 0.75 万台, 截至 3 月底, 零跑国际已在海外建立了超过 500 家兼具销售与售后服务功能的网点, 其中欧洲超过 450 家 (24 年底为 350 家), 在亚太市场近 50 家。同时公司积极推动本地化产能建设, 将基于 Stellantis 集团现有的位于马来西亚吉打州的 Gurun 工厂在 2025 年年底启动零跑 C10 马来西亚本地化组装项目, 同时公司预计将在 2026 年实现欧洲本地化制造, 加速拓展欧洲市场。**5) 最终公司 Q1 单季度净亏损-1.3 亿元, 单车亏损-0.15 万元/辆。**
- **B10 稳定爬坡中, 新车周期强势。**全新 B 平台首款车型 B10 于 2025 年 4 月 10 日正式上市至今日交付超万台, 实现上市即上量; B 系列首款轿车 B01 已于 4 月亮相上海国际车展, 预计 7 月正式上市; 向后展望 B05 也将在年内上市, 新车周期强势。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司新车周期强势, 我们上调公司 2025 年-2027 年归母净利润预期至 6.1/44.0/76.7 亿元 (原为 2.0/25.4/36.3 亿元), 对应 PE 为 97/14/8x。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, 协同 Stellantis 集团出海战略明确; 此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作, 协同发展可期。我们维持“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

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	62.20
一年最低/最高价	18.64/67.45
市净率(倍)	7.59
港股流通市值(百万港元)	63,844.01

基础数据

每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	73.25
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 年业绩公告点评: Q4 单季度盈利转正, 新车表现超预期》

2025-03-17

《零跑汽车(09863.HK.): 2024 年三季报点评: 业绩表现超预期, 全球化持续推进》

2024-11-15

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,452.64	33,261.22	52,881.63	74,409.54	营业总收入	32,164.18	59,734.37	90,805.06	119,586.45
现金及现金等价物	6,378.27	7,078.25	21,910.19	38,154.51	营业成本	29,469.76	52,877.49	79,292.87	103,134.93
应收账款及票据	1,981.27	1,991.15	2,522.36	3,321.85	销售费用	2,138.30	2,329.64	2,724.15	3,587.59
存货	2,022.62	2,203.23	3,303.87	4,297.29	管理费用	1,137.03	1,194.69	1,362.08	1,554.62
其他流动资产	16,070.49	21,988.60	25,145.21	28,635.89	研发费用	2,896.40	3,464.59	4,177.03	5,500.98
非流动资产	11,193.88	11,867.88	12,566.21	13,285.44		0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,537.48	6,331.54	7,113.51	7,911.62	经营利润	(3,477.30)	(132.04)	3,248.93	5,808.33
商誉及无形资产	1,186.55	1,145.31	1,099.96	1,059.37	利息收入	348.18	140.32	298.72	625.02
长期投资	163.58	175.28	186.99	198.69	利息支出	39.53	112.08	97.02	118.96
其他长期投资	4,175.76	4,075.76	3,975.76	3,875.76	其他收益	347.93	717.48	944.83	1,358.76
其他非流动资产	130.51	140.00	190.00	240.00	利润总额	(2,820.72)	613.67	4,395.46	7,673.15
资产总计	37,646.52	45,129.10	65,447.84	87,694.98	所得税	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债	24,974.92	31,602.03	47,283.52	61,615.73	净利润	(2,820.80)	613.67	4,395.46	7,673.15
短期借款	1,265.72	1,944.08	2,622.45	3,300.81	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	18,903.41	20,563.47	30,836.12	40,108.03	归属母公司净利润	(2,820.80)	613.67	4,395.46	7,673.15
其他	4,805.79	9,094.48	13,824.96	18,206.89	EBIT	(3,129.37)	585.43	4,193.76	7,167.09
非流动负债	2,600.94	2,840.19	3,079.45	3,318.70	EBITDA	(3,129.37)	987.44	4,611.95	7,564.37
长期借款	1,108.44	1,347.69	1,586.95	1,826.20					
其他	1,492.50	1,492.50	1,492.50	1,492.50					
负债合计	27,575.85	34,442.23	50,362.97	64,934.43					
股本	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(2.11)	0.46	3.29	5.74
归属母公司股东权益	10,070.67	10,686.87	15,084.87	22,760.55	每股净资产(元)	7.53	7.99	11.28	17.02
负债和股东权益	37,646.52	45,129.10	65,447.84	87,694.98	发行在外股份(百万股)	1,336.97	1,336.97	1,336.97	1,336.97
					ROIC(%)	(22.83)	4.43	25.21	30.38
					ROE(%)	(28.01)	5.74	29.14	33.71
					毛利率(%)	8.38	11.48	12.68	13.76
					销售净利率(%)	(8.77)	1.03	4.84	6.42
					资产负债率(%)	73.25	76.32	76.95	74.05
					收入增长率(%)	92.06	85.72	52.01	31.70
					归母净利润增长率(%)	33.10	121.76	616.25	74.57
					P/E	(21.19)	97.41	13.60	7.79
					P/B	5.94	5.59	3.96	2.63
					EV/EBITDA	(11.46)	56.70	9.12	3.54

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2025年5月19日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。2024年折旧与摊销/营运资本变动数据未公告,为预测数据。

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>