

汽车

2025年05月23日

零跑汽车 (09863)

——降本叠加战略合作，毛利率表现超预期

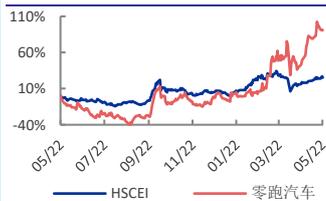
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年05月22日

收盘价(港币)	62.10
恒生中国企业指数	8557.64
52周最高/最低(港币)	67.45/18.64
H股市值(亿港元)	826.91
流通H股(百万股)	1,116.41
汇率(人民币/港币)	1.0886

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230524120001
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818x
shaoyi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：5月19日公司披露2025年一季度业绩，2025Q1公司总销量8.76万辆，同比+162.1%，环比-27.6%；营业总收入100.2亿元，同比+187.4%，环比-25.6%；毛利率14.9%，同比+16.3pct，环比+1.6pct；归母净利润-1.3亿元，同比减亏8.8亿元，环比增亏2.1亿元。销量环比下滑，2025Q1毛利率逆势增长，表现超预期。

- **持续降本+战略合作收入带动毛利率环比上升。**25Q1销量环比下滑，毛利率逆势提升，主要系：**1) 持续推进降本**，2025Q1销量下滑，规模效应减弱，但持续推进的降本部分抵消销量下滑带来的影响；**2) 销量结构进一步优化**，2025Q1公司T03销量占比进一步下降，C10及海外销量占比进一步提升；**3) 战略合作带动毛利率上升**，25年3月中国一汽与零跑汽车签署《战略合作谅解备忘录》，双方充分发挥各自在研发领域的技术积累，共同开展新能源乘用车联合开发及零部件合作，带动一季度毛利率提升。展望2025年，我们预计全年毛利率有望进一步提升至10%以上。
- **B10以超预期的售价开启新车周期。**B10为零跑首款智能化车型，也是同价格段兼顾性价比、性能及配置的优质车型，激光雷达下放至12万元级别车型。B10上市48小时订单突破3万台，上市16天量产下线1万台，同时6月将启动600悦享智驾版及激光雷达智驾版交付，有望带动B10销量进一步提升。后续B01、B05也于今年上市，其中B01已于上海车展亮相，已开启盲订，将于7月上市，有望带动2025年全年总销量突破50万辆。
- **关注智能化带来的预期差。**2025年3月10日推出Leap 3.5架构，采用全球首个超级集成中央域控架构，搭载8650智驾芯片并配激光雷达等，支持端到端高阶智驾。强成本控制能力下，实现15万元以下激光雷达上车，已通过自投加租赁的形式储备了超过1.5 EFLOPS的算力，目标年底前追赶成为城市NOA第一梯队。
- **盈利预测与估值。**公司为优质造车新势力，旗下T、C、B系列车型主打性价比，定价除T03外集中于10-20万元主流价格段，我们预测公司B系列定价超预期后销量将迎来显著增长，同时随T03、C10及后续B平台车型导入欧洲后，海外销量将快速上升。我们上调公司25-27年收入预测由570/752/996亿元至626/814/999亿元；上调25-27年归母净利润预测由1/16/31亿元至2/18/33亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外市场拓展不及预期、国内乘用车竞争加剧、原材料价格波动。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,747	32,164	62,594	81,438	99,891
同比增长率(%)	35	92	95	30	23
归母净利润(百万元)	-4,216	-2,821	155	1,752	3,336
同比增长率(%)	17	33	105	1030	90
每股收益(元/股)	-3.15	-2.11	0.12	1.31	2.49
净资产收益率(%)	-41	-25	2	16	24
市销率	4.6	2.4	1.2	1.0	0.8
市净率	6.2	7.7	7.5	6.4	5.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表 (单位: 百万元人民币)

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16,747	32,164	62,594	81,438	99,891
主营业务收入	16,747	32,164	62,594	81,438	99,891
营业总支出	21,239	35,641	63,017	78,340	92,950
营业成本	16,666	29,470	54,226	68,323	81,463
营业开支	4,572	6,172	8,791	10,017	11,487
营业利润	-4,491	-3,477	-423	3,098	6,940
净利息支出	-157	-309	-78	-145	-200
权益性投资损益	4	42	50	60	70
其他非经营性损益	-18	306	50	-1,751	-3,036
非经常项目前利润	-4,348	-2,821	-245	1,552	4,174
非经常项目损益	132	0	400	200	-250
除税前利润	-4,216	-2,821	155	1,752	3,924
所得税	0	0	0	0	589
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-4,216	-2,821	155	1,752	3,335
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-4,216	-2,821	155	1,752	3,336
EPS (元/股)	-3.15	-2.11	0.12	1.31	2.49

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。