

零跑汽车 (09863.HK)

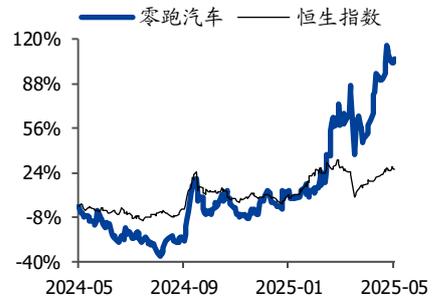
毛利率超预期，国内外双轮驱动长期成长

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05月23日收盘价 (港元)	62.75
总市值 (百万港元)	83,894.62
总股本 (百万股)	1,336.97
其中自由流通股 (%)	83.50
30日日均成交量 (百万股)	13.86

股价走势



作者

分析师 夏君
执业证书编号: S0680519100004
邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲
执业证书编号: S0680524070003
邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《零跑汽车 (09863.HK): 看好 LEAP 3.5 和 B 系列新车, 牵手一汽扩大优势》 2025-03-18
- 《零跑汽车 (09863.HK): 销售旺盛, Q3 毛利率超预期》 2024-11-13
- 《零跑汽车 (09863.HK): 新车快速上量, 海外销售在即》 2024-08-20

受益于战略合作, 公司 2025Q1 毛利率超预期。2025Q1, 零跑汽车实现 100.2 亿元, 同比增长 187.1%, 主要系 1) Q1 销量同比增长 162% 至 87552 辆, 2) 产品组合优化, 单车收入同比增长 4.9%。Q1 毛利率实现 14.9%, 超出预期, 同比从 -1.4% 扭亏, 环比提升 1.6pct, 主要是受益于 1) 销量同比提升带来的规模效应, 2) 成本管控, 3) 产品结构优化, 4) 战略合作等。细分来看, 公司 Q1 汽车毛利率环比略有下降, 这表明来自战略合作的业务毛利率较高。营业费用环比有所减少, 归母净亏损为 -1.3 亿元, 归母净亏损率录得 1.3%。展望 Q2, 公司预计销量有望实现 13-14 万、毛利率环比有所回落、Q2 净利润盈亏平衡。展望 2025 年全年, 公司预计全年销量 50-60 万、毛利率 10%-12%、全年净利润盈亏平衡。

Q1 销量强势, B 系列新车发布, C 系列改款升级, 有望推动销量持续增长。 零跑 Q1 销量 87552 辆, 同比增长 162%, 其中 C 系列占比提升 5.7pct 至 77.5%。1) **车型方面**, 公司仍处于强势的产品周期。基于全新 LEAP 3.5 架构的 B 平台首款车型 B10 于 4 月 10 日上市, 定价 9.98-12.98 万, 搭载激光雷达、高通 8650 和 8295 芯片, 上市 40 天已实现交付量破万。5 月 15 日, 零跑 C10 改款上市, C16 和 C11 改款车型预计分别于 6 月和 7 月上市, C 系列改款车型将全部从 LEAP 3.0 架构升级为 LEAP 3.5 架构, 将进一步展现公司的平台化优势, 有助于进一步改善公司的汽车毛利率。此外, 今年我们预计还将有两款 B 系列车型上市, 分别为预计 7 月正式上市的纯电轿车 B01、预计于 25Q4 上市的运动型掀背车型 B05。2) **渠道方面**, 截至 2025 年 3 月 31 日, 公司已在全国布局销售门店 756 家、服务门店 449 家, 预计 2025 年突破 1000 门店。不仅门店数量快速扩张, 店效也在持续提升, 2025 年单店店效同比提升 50% 左右, 更好拉动销量成长。3) **智能化方面**, 公司计划在 25H2 及 26H1 分别推出城市记忆通勤和城市 NOA 等智能辅助驾驶功能。

出海表现优秀, 持续推进本地化生产。 1-4 月, 零跑汽车出口量达到 13632 台, 位居新势力第一名。从销售终端看, 4 月海外终端销量达到 3000 台, 表现亮眼。1) **车型上看**, 当前海外销售车型为 T03 和 C10, 4 月 C10 增程版开始在海外批发销售, 下半年预计将在海外增加 B10 车型。2) **渠道方面**, 截至 3 月底零跑国际已经在海外建立了 500+ 家兼具销售和售后服务功能的网点, 欧洲/亚太分别有 450+/近 50 家。3) **本地化生产方面**, 公司和 Stellantis 宣布双方将基于现有的位于马来西亚吉打州的 Gurun 工厂, 预计在 2025 年底前启动零跑 C10 马来西亚本地化组装机项目。此外, 公司预计将在 2026 年中实现欧洲本地化制造, 加速拓展欧洲市场。

零部件业务未来可期, 长期有助于公司获得更好的规模经济。 除了 Q1 零跑汽车与中国一汽签署的《战略合作谅解备忘录》之外, 零跑汽车与 Stellantis 的全资附属子公司标致雪铁龙也订立了电驱项目合作协议, 合作期限自 2025 年 4 月 29 日至 2027 年 6 月 30 日。根据盖世汽车, 零跑汽车正与其他品牌就其他项目展开洽谈。我们认为这些合作将进一步扩大全域自研给公司带来的优势, 有望在摊薄成本的同时为公司带来更大的成长空间。

投资建议: 公司 Q1 盈利性超预期, 我们适当调整了盈利预测, 预计公司 2025-2027 年销量约 55/75/87 万辆, 总收入达 600/846/998 亿元; 2025-2027 年归母净利润为 9.3/33.6/66.2 亿元, 归母净利润率为 1.5%/4.0%/6.6%。我们给予零跑汽车 977 亿港元目标估值, 对应 1.5x 2025e P/S, 给予其 (9863.HK) 73 港元目标价, 维持“买入”评级。

风险提示: 新车型销量不及预期风险、海外销售不及预期、价格竞争激烈风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险、政策风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,747	32,164	60,006	84,634	99,811
增长率 YoY (%)	35	92	87	41	18
归母净利润 (百万元)	-4,216	-2,821	930	3,359	6,615
增长率 YoY (%)	17	33	133	261	97
归母净利润率 (%)	-25.2	-8.8	1.5	4.0	6.6
EPS (元/股)	-3.62	-2.11	0.70	2.51	4.95
P/S (倍)	4.6	2.4	1.3	0.9	0.8
P/E (倍)	-16.0	-27.4	83.1	23.0	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 23 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22470	26453	35090	38928	46400
现金及现金等价物	11731	6378	10105	13481	18342
受限制现金	2800	1254	1254	1254	1254
贸易应收款项及应收票据	926	1981	3686	4307	5119
存货	1719	2023	5229	5069	6868
其他流动资产	5293	14817	14817	14817	14817
非流动资产	5984	11194	17140	23000	28780
固定资产	3868	5537	6406	7186	7889
使用权资产	732	736	736	736	736
无形资产	450	450	450	450	450
于一家联营公司的投资	44	164	164	164	164
其他非流动资产	889	4306	9385	14463	19541
资产总计	28453	37647	52230	61927	75180
流动负债	13954	24975	37629	42967	48605
借款	1581	1266	1166	1067	967
贸易应付款项及应付票据	9847	18903	27506	32220	36058
经营租赁负债流动部分	104	145	145	145	145
其他流动负债	2422	4660	8812	9534	11434
非流动负债	2002	2601	2601	2601	2601
长期借款	892	1108	1108	1108	1108
其他非流动负债	1110	1493	1493	1493	1493
负债合计	15955	27576	40230	45568	51206
股本	1143	1337	1337	1337	1337
储备	16796	25058	25451	26451	27451
未分配利润	-13897	-16717	-15788	-12429	-5814
归属母公司股东权益	12498	10071	12000	16359	23974
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	12498	10071	12000	16359	23974
负债及权益总额	28453	37647	52230	61927	75180

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1082	8471	9404	9054	10539
净利润	-4216	-2821	930	3359	6615
折旧及摊销	601	671	632	719	798
营运资金变动	5210	9316	7843	4976	3127
其他经营现金流	-514	1305	0	0	0
投资活动现金流	-4860	-13323	-6578	-6578	-6578
购买固定资产	-1364	-2115	-1500	-1500	-1500
其他投资现金流	-3496	-11208	-5078	-5078	-5078
筹资活动现金流	8552	-503	901	901	901
短期借款	2026	2078	2078	2078	2078
普通股增加	7778	0	1000	1000	1000
其他筹资现金流	-1252	-2581	-2177	-2177	-2177
现金净增加额	4773	-5356	3726	3376	4861

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16747	32164	60006	84634	99811
营业成本	16666	29470	52210	74142	85945
毛利润	80	2694	7796	10492	13866
研发费用	1920	2896	3310	3500	3660
销售费用	1795	2138	2540	2600	2600
行政费用	842	858	1137	1550	1560
经营利润	-3635	-2340	1946	4392	7606
财务费用	157	309	-390	-550	-649
金融资产减值亏损净额	0	-5	0	0	0
其他收入	89	175	360	360	360
其他收益净额	26	135	440	440	440
应占联营公司溢利净额	4	42	124	278	417
所得税费用	-0	-0	0	0	0
净利润	-4216	-2821	930	3359	6615
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-4216	-2821	930	3359	6615

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	35	92	87	41	18
营业利润(%)	-15	-23	-111	615	114
归属于母公司净利润(%)	17	33	133	261	97
获利能力					
毛利率(%)	0.5	8.4	13.0	12.4	13.9
净利率(%)	-25.2	-8.8	1.5	4.0	6.6
ROE(%)	-33.7	-28.0	7.7	20.5	27.6
ROIC(%)	-162.9	-74.0	-83.4	7.8	36.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.1	73.2	77.0	73.6	68.1
净负债比率(%)	-81.2	-50.8	-74.5	-75.9	-72.5
流动比率	1.6	1.1	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.3	1.5	1.5
应收账款周转率	12.8	22.1	21.2	21.2	21.2
应付账款周转率	2.1	2.1	2.3	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-3.62	-2.11	0.70	2.51	4.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	3.2	3.5	3.4	3.9
每股净资产(最新摊薄)	5.4	3.8	4.5	6.1	9.0
估值比率					
P/S	4.6	2.4	1.3	0.9	0.8
P/B	10.8	15.3	12.9	9.4	6.4
P/E	-16.0	-27.4	83.1	23.0	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 23 日收盘价

图表 1: 零跑汽车核心盈利预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总销量 (辆)	144,155	293,724	550,332	750,770	867,504
T03 国内	38,454	56,955	63,194	61,298	59,459
C11	80,708	77,561	96,539	93,643	90,834
C01	24,993	28,513	27,453	25,256	23,236
C10 国内	-	71,769	103,800	100,686	97,665
C16	-	43,528	84,800	82,256	79,788
B 系列车型国内	-	-	117,000	224,000	232,000
海外销售及 2026 年新车	-	15,398	57,546	163,631	284,522
总收入 (百万元)	16,747	32,164	60,006	84,634	99,811
汽车及部件销售	16733	32006	58937	83769	98811
汽车监管积分销售及服务	14	158	635	866	1000
战略合作	-	-	434	-	-
毛利 (百万元)	80	2,694	7,796	10,492	13,866
毛利率	0%	8%	13%	12%	14%
研发费用率	-11.5%	-9.0%	-5.5%	-4.1%	-3.7%
销售费用率	-10.7%	-6.6%	-4.2%	-3.1%	-2.6%
管理费用率	-5.1%	-3.5%	-2.6%	-1.8%	-1.6%
营业利润 (百万元)	-4,492	-3,477	396	2,832	6,046
营业利润率	-27%	-11%	1%	3%	6%
归母净利润 (百万元)	-4,216	-2,821	930	3,359	6,615
净利润率	-25.2%	-8.8%	1.5%	4.0%	6.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 暂未估计未来的战略合作收入。)

图表2: 零跑汽车核心盈利预测: 季度

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (辆)	33,410	53,286	86,165	120,863	87,552	133,790	151,776	177,213
T03 国内	9,433	14,037	15,000	18,485	14,194	16,000	16,000	17,000
C11	12,122	15,000	16,439	34,000	21,539	25,000	25,000	25,000
C01	3,998	7,000	6,986	10,529	3,673	6,790	6,776	10,213
C10 国内	7,857	16,249	24,042	23,621	23,800	27,000	26,000	27,000
C16	-	1,000	19,000	23,528	16,800	22,000	22,000	24,000
B 系列车型国内	-	-	-	-	-	22,000	40,000	55,000
海外销售	-	-	4,698	10,700	7,546	15,000	16,000	19,000
总收入 (百万元)	3,486	5,378	9,856	13,444	10,020	14,467	16,371	19,148
车辆销售	3,483	5,372	9,846	13,305	9,485	14,313	16,196	18,944
服务及其他	3	6	10	139	101	154	175	204
战略合作	-	-	-	-	434	-	-	-
毛利 (百万元)	-50	151	803	1,791	1,494	1,815	1,996	2,491
毛利率	-1%	3%	8%	13%	15%	13%	12%	13%
研发费用率	-14.9%	-13.0%	-7.9%	-6.7%	-8.0%	-5.7%	-5.1%	-4.4%
销售费用率	-12.3%	-8.8%	-5.6%	-5.1%	-6.1%	-4.4%	-4.0%	-3.4%
管理费用率	-4.0%	-5.5%	-3.4%	-2.7%	-3.8%	-2.7%	-2.4%	-2.0%
营业利润 (百万元)	-1,138	-1,321	-867	-152	-296	-25	116	601
营业利润率	-33%	-25%	-9%	-1%	-3%	0%	1%	3%
归母净利润 (百万元)	-1,013	-1,199	-692	82	-130	112	241	707
净利润率	-29.1%	-22.3%	-7.0%	0.6%	-1.3%	0.8%	1.5%	3.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 2024Q2-4、2025Q1 分车型销量数据、2025Q1 收入拆分为估计数据; 暂未估计未来的战略合作收入。)

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com