

零跑汽车 (09863.HK)

2025Q1 营收超 100 亿, 毛利率创历史新高

优于大市

核心观点

零跑汽车 2025 年第一季度收入同比增长, 单季度亏损同比收窄。零跑汽车 2025Q1 营收 100.2 亿元, 同比增长 187.1%, 主要原因是: 销量同比增长 162.1%; 产品组合优化; 单车收入同比增长 4.9%。零跑汽车 2025 年 Q1 归母净利润-1.3 亿元, 较 2024 年同期的-10.1 亿大幅收窄; 环比 2024 年第四季度的 0.8 亿元有所下滑, 主要原因是毛利总额的下降大于资本开支的下降。

2025 年第一季度毛利率 14.9%, 创历史新高。零跑汽车 2025 年第一季度毛利率 14.9%, 在 2024 年全年毛利率 8.38%基础上继续增长, 而 2024 年同期毛利率为-1.4%。相比于 2024 年第四季度的销售旺季, 2025Q1 的毛利率在 13.3%基础上环比增加 1.6 个百分点, 创下公司成立以来的单季毛利率新高。2025 年第一季度, 公司的销售、行政、研发费用分别为 6.1 亿元、3.8 亿元、8 亿元; 对应 SG&A 费用率和研发费用率分别为 9.88%、7.98%, 相较 2024 年全年继续下降。公司口径下, 2025 年第一季度销量共计 87552 辆; 2025 年第一季度平均单车营收 11.44 万元, 有所回升, 单车成本 9.74 万元, 创历史新低, 单车毛利达到 1.71 万元。

C10 改款正式发布, B01 亮相上海车展。2025 年 5 月 15 日, 新款 C10 正式发布, 新 C10 在三电、智能化领域做了全方位升级; 新款 C10 售价区间 12.28 万-14.28 万, 将激光雷达、800V 高压平台、高通 8295P 芯片等高端配置带入 14 万级市场, 其中入门款价格相比 2024 款进一步下降; 纯电版 C10 搭载全域 800V 高压碳化硅平台, CLTC 续航 605km, 支持快充; 增程版具备 CLTC 纯电续航 210km, 综合续航 1190km, 馈电油耗仅 5.1L/100km; 新款 C10 高配版车型搭载“激光雷达+端到端大模型”方案, 支持高速领航、自动泊车等 27 项功能; 智能座舱上, 搭载高通 SA8295P 芯片+Leapmotor OS 4.0 Plus。零跑 B01 是 B 系列的首款轿车, 在今年 4 月的上海车展全球首秀, 设计风格彰显年轻化、科技感、个性化。

风险提示: 新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期等。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

上调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 668/999/1244 亿元 (原预测为 583/840/1163 亿元), 同比增速 107.6%/49.5%/24.5%; 2025-2027 年归母净利润分别为 5.78/28.77/56.74 亿元 (原预测-0.72/24.88/50.81 亿元); 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43/2.15/4.24 元。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,747	32,164	66,770	99,851	124,364
(+/-%)	35.2%	92.1%	107.6%	49.5%	24.5%
归母净利润(百万元)	-4216	-2821	578	2877	5674
(+/-%)	—	—	-120.5%	397.9%	97.2%
每股收益(元)	-3.15	-2.11	0.43	2.15	4.24
EBIT Margin	-26.8%	-10.8%	-0.3%	2.2%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	-33.7%	-28.0%	5.4%	21.3%	29.6%
市盈率 (PE)	-18.3	-27.3	133.4	26.8	13.6
EV/EBITDA	-25.1	-38.4	238.9	51.3	31.3
市净率 (PB)	6.17	7.65	7.24	5.70	4.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 海外公司财报点评

汽车 · 乘用车

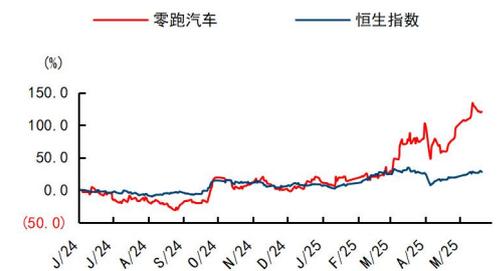
证券分析师: 唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师: 贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	62.10 港元
总市值/流通市值	83026/69329 百万港元
52 周最高价/最低价	67.45/18.64 港元
近 3 个月日均成交额	751.63 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《零跑汽车 (09863.HK) -2024Q4 单季度扭亏为盈, 新车型 B10 开启预售》——2025-03-14
- 《零跑汽车 (09863.HK) -深度报告: 新品周期叠加渠道扩容, 国际合作护航全球战略》——2024-12-13
- 《零跑汽车 (09863.HK) -与 Stellantis 达成深度合作, 三季报及 10 月销量表现优秀》——2023-11-05
- 《零跑汽车 (09863.HK) -聚焦高性价比市场, 核心技术全域自研》——2023-08-31

2025 一季度点评：单季度毛利率 14.9%，创历史新高

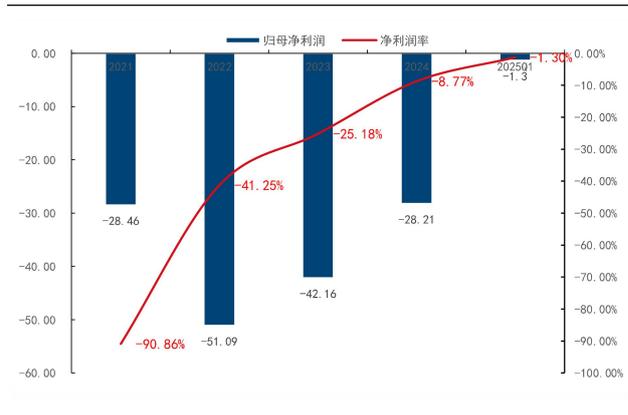
零跑汽车 2025 年第一季度收入同比大幅增长，单季度亏损同比大幅收窄。第一季度收入 100.2 亿元，同比增长 187.1%，主要原因是：1、销量同比增长 162.1%；2、产品组合优化，单车收入同比增长 4.9%。零跑汽车 2025 年第一季度归母净利润-1.3 亿元，较 2024 年同期的-10.1 亿大幅收窄；环比 2024 年第四季度的 0.8 亿元有所下滑，主要原因是毛利总额的下降大于资本开支的下降。

图1：零跑汽车营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

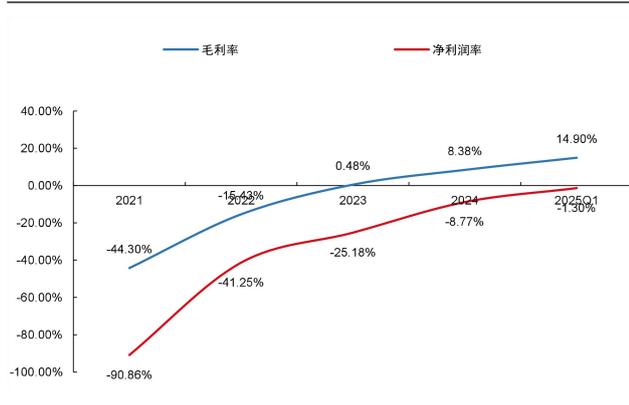
图2：零跑汽车归母净利润及净利润率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率大幅增长，2025 年第一季度毛利率 14.9%，创历史新高。零跑汽车 2025 年第一季度毛利率 14.9%，在 2024 年全年毛利率 8.38%基础上继续增长，而 2024 年同期毛利率为-1.4%。相比于 2024 年第四季度的销售旺季，2025Q1 的毛利率在 13.3%基础上环比增加 1.6 个百分点，创下公司成立以来的单季毛利率新高。2025 年第一季度，公司的销售、行政、研发费用分别为 6.1 亿元、3.8 亿元、8 亿元；对应 SG&A 费用率和研发费用率分别为 9.88%、7.98%，相较 2024 年全年继续下降。

图3：零跑汽车毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

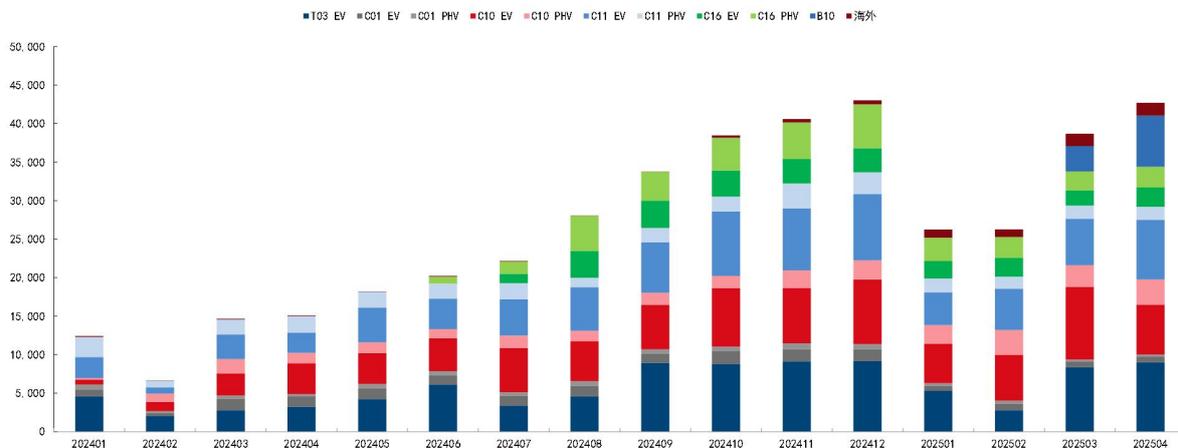
图4：零跑汽车期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司口径下，2025 年第一季度销量共计 87552 辆。2025 年第一季度，零跑汽车销量较 2024 年同期增长 162.1%；其中 C 系列交付 67,812 辆，占比 77.5%，较 2024 年同期占比增长了 5.7pct。

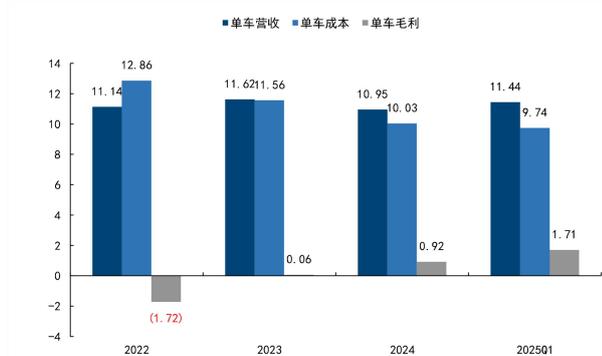
图5：零跑各车型月度销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

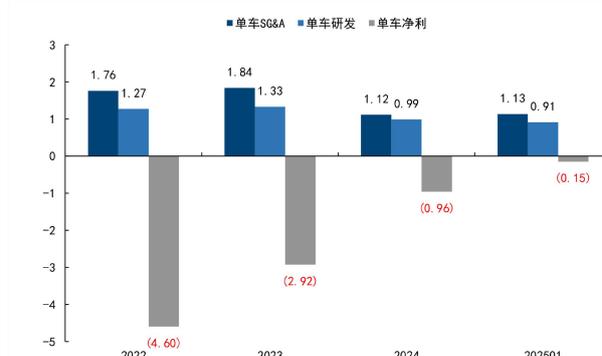
公司 2025 年第一季度平均单车营收 11.44 万元，有所回升，单车成本 9.74 万元，创历史新低，单车毛利达到 1.71 万元。公司 2025 年第一季度单车营收 11.44 万元，主要由于 C 系列销量占比较高，产品结构优化。单车成本 9.74 万元，规模效应和供应链管理进一步产生正向效果。单车毛利 1.71 万元，单车净亏损 0.15 万元。2025 年一季度，春节影响下，乘用车行业属于传统淡季，公司 2025 年新车或改款车尚未发布，公司依然在一季度实现了毛利率的历史新高，为 2025 年全年扭亏打下基础。

图6：零跑汽车单车营收、成本、毛利（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：零跑汽车单车费用、净利（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

C10 改款产品力大幅提升，B 系列第二款车型 B01 亮相上海车展

2025 年 5 月 15 日，新款 C10 正式发布，新 C10 在三电、智能化领域做了全方位升级。新款 C10 售价区间 12.28 万-14.28 万，将激光雷达、800V 高压平台、高通 8295P 芯片等高端配置带入 14 万级市场，其中入门款价格相比 2024 款进一步下降。三电领域，纯电版 C10 搭载全域 800V 高压碳化硅平台，CLTC 续航 605km，16 分钟可完成 30%-80%快充；增程版具备 CLTC 纯电续航 210km，综合续航 1190km，馈电油耗仅 5.1L/100km。智能化方面，高配版车型搭载“激光雷达+端到端大模

型”方案，配备 28 个感知硬件+200TOPS 算力，支持高速领航、自动泊车等 27 项功能，未来可 OTA 升级通勤领航；智能座舱上，搭载高通 SA8295P 芯片+Leapmotor OS 4.0 Plus，支持 3D 灵动桌面、智慧分屏，支持“DeepSeek+通义千问”双 AI 大模型。

图8: 新款 C10 在三电和动态性能上的升级



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图9: 新款 C10 在智能化的升级



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

零跑 B01 是 B 系列的首款轿车，在今年 4 月的上海车展全球首秀，设计风格彰显年轻化、科技感、个性化。车身外观名为天梭流体造型，采用了 17.2° 驭风美学溜背角、1.618 黄金轮高比、空气动力学鸭尾等设计，风阻系数仅 0.197Cd。座舱搭载了 14.6 英寸 2.5K 悬浮中控屏、8.8 英寸全液晶仪表，搭载高通 8295P 芯片，支持 Leapmotor OS 4.0 PLUS 系统，以及双 AI 交互系统。

图10: 零跑 B01 外观亮点



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图11: 零跑 B01 内饰与座舱



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计未来三年的持续高速发展，维持“优于大市”评级

营收与销量上：B10 的发布，展现了公司产品超越同级的产品力，市场端得到验证；同时 C 系列依然保持了稳定的市场表现。B 系列将有多部车型发布，同时 C 系列将有中期改款，2025 年将形成 B、C 两大系列双轮驱动的产品线；2026 年，A/D 两大系列有望发布，届时公司将形成 A/B/C/D 四大产品线。预计公司销量、营收将持续高增长，2025 年预计销量达到 50 万辆以上，中长期有望冲击 100 万年销。

相比前期预测，我们上调了 2025 年的销量预期，上调至 60 万辆，同时一季度展现了公司 ASP 上升趋势，预计该趋势可以全年保持，因此上调了营收预测。

表1: 未来三年销量假设（单位：万辆）

	2025E	2026E	2027E
总销量	58.77	82.20	104.50
国内销量	52.53	72.16	89.50
海外销量	6.24	10.04	15.00

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

毛利率上：一季报展现了公司供应链管理能力和规模效应，单季度实现了 14.9% 毛利率，创历史新高。基于公司后续的增量产品，预计 2025 年后三个季度，规模效应还将进一步显现，同时供应链议价能力进一步增强，成本进一步优化。但是 B 系列客单价相对 C 系列更低，随着 B 系列的发布，产品结构变化为毛利率带来不确定性，预计 2025 年毛利率维持在 11-12%。

表2: 未来三年毛利率假设

	2025E	2026E	2027E
毛利率假设	11.44%	12.42%	13.74%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

期间费用：预计管理费用维持稳定；研发费用小幅增长；由于一季度公司没有新车发布，预计后续单季度消费费用高于 2025 年一季度。随着营收快速增长，期间费用率仍处于下行趋势。

表3: 期间费用率假设

	2025E	2026E	2027E
SG&A 费用率	6.00%	5.50%	5.50%
研发费用率	5.50%	4.50%	4.50%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 668/999/1244 亿元（原预测为 583/840/1163 亿元，上调幅度 14.6%/18.9%/7.0%），同比增速 107.6%/49.5%/24.5%；2025-2027 年归母净利润分别为 5.78/28.77/56.74 亿元（原预测-0.72/24.88/50.81 亿元，上调幅度—/15.6%/11.7%）；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43/2.15/4.24 元。维持“优于大市”评级。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11731	6378	22791	25070	27577	营业收入	16747	32164	66770	99851	124364
应收款项	1348	2457	6037	9028	11244	营业成本	16666	29470	59133	87448	107270
存货净额	1719	2023	5900	8032	9354	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2814	1254	7949	11887	14805	销售费用	1795	2138	4006	5492	6840
流动资产合计	22470	26453	57017	74668	87762	管理费用	2778	4033	3856	4677	5780
固定资产	3868	5537	6526	7528	8557	财务费用	157	308	303	382	126
无形资产及其他	735	734	550	367	183	投资收益	0	0	312	502	1050
投资性房地产	543	583	583	583	583	资产减值及公允价值变动	0	0	(28)	(37)	(46)
长期股权投资	838	4339	5786	7358	9532	其他收入	301	964	822	878	954
资产总计	28453	37647	70463	90504	106618	营业利润	(4348)	(2821)	578	3197	6305
短期借款及交易性金融负债	1581	1266	14433	6823	1410	营业外净收支	132	0	0	0	0
应付款项	9936	19139	33391	53529	65705	利润总额	(4216)	(2821)	578	3197	6305
其他流动负债	2436	4570	8632	12618	15514	所得税费用	0	0	0	320	630
流动负债合计	13954	24975	56456	72970	82628	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	892	1108	1369	1681	2056	归属于母公司净利润	(4216)	(2821)	578	2877	5674
其他长期负债	1110	1493	1990	2327	2733	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	2002	2601	3359	4009	4789	净利润	(4216)	(2821)	578	2877	5674
负债合计	15955	27576	59814	76978	87418	0 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	569	602	822	878	954
股东权益	12498	10071	10648	13525	19200	公允价值变动损失	0	0	28	37	46
负债和股东权益总计	28453	37647	70463	90504	106618	财务费用	157	308	303	382	126
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4005	11827	4659	15401	9020
每股收益	(3.15)	(2.11)	0.43	2.15	4.24	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	357	9608	6086	19193	15695
每股净资产	9.35	7.53	7.96	10.12	14.36	资本开支	0	(2271)	(1654)	(1733)	(1846)
ROIC	-39%	-31%	-1%	1267%	-48%	其它投资现金流	(3846)	(9484)	0	(6310)	(4130)
ROE	-34%	-28%	5%	21%	30%	投资活动现金流	(3616)	(15256)	(3101)	(9616)	(8150)
毛利率	0%	8%	11%	12%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-27%	-11%	-0%	2%	4%	负债净变化	119	217	260	312	375
EBITDA Margin	-23%	-9%	1%	3%	4%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	35%	92%	108%	50%	25%	其它融资现金流	7803	(138)	13167	(7610)	(5413)
净利润增长率	--	--	-120%	398%	97%	融资活动现金流	8041	295	13428	(7298)	(5038)
资产负债率	56%	73%	85%	85%	82%	现金净变动	4782	(5353)	16413	2279	2507
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6949	11731	6378	22791	25070
P/E	(18.3)	(27.3)	133.4	26.8	13.6	货币资金的期末余额	11731	6378	22791	25070	27577
P/B	6.2	7.7	7.2	5.7	4.0	企业自由现金流	0	6681	3601	16557	12154
EV/EBITDA	(25)	(38)	239	51	31	权益自由现金流	0	6452	16726	8916	7003

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。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内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032