

买入

卓越战略布局积累厚势，高效运营实现持续高增长

零跑汽车（9863.HK）

2025-8-4 星期一

【投资要点】

➤ 我国新能源汽车渗透率稳步提升，出口成为中国企业重要增长点

根据乘联会数据，2025 年 1~6 月全国乘用车市场累计零售 1,090.1 万辆，同比增长 10.8%，呈现相对较快增长。我国新能源乘用车累计销售 546.1 万辆，同比增长 33.3%。至 2025 年 6 月，新能源乘用车渗透率达到 53.3%。同期，我国自主燃油乘用车出口 129 万，同比下降 13%，自主新能源乘用车出口 81 万，同比增长 109%，新能源占自主出口比例达到 38.6%。

➤ 有成功创业经历的创始人团队为公司搭建高起点平台

公司创始人朱江明先生曾联合创建大华股份，积累了丰富的创业经验。当他带领团队创建零跑汽车时，能够根据行业和公司具体情况制定稳健可行并具备广阔发展空间战略，并在实际经营中进行了高效而富有成果的执行。

全栈自研的发展路径让公司能够始终处于行业发展的技术前列，并实现产品生产成本的显著优化。轻资产合作开拓国际市场让公司减少了建立国际销售渠道的巨大投入和时间成本，并且能够有效规避开过国际市场时可能面临的法律、政策和文化风险。

➤ 逐步搭建覆盖主流市场的 ABCD 平台，国际国内销量持续快速攀升

秉承“好而不贵”的理念，公司陆续推出 T03、C 系列和 B 系列车型，聚焦 10~20 万主流市场领域。根据公司官方数据，2025 年 7 月公司全系交付量达 50,129 台，同比增长超 126%，这是公司月销量首次突破 5 万台。2025 年 1-7 月公司共交付新车 271,793 辆，同比增长 149.8%，表明公司产品正得到越来越多消费者的认可。未来公司会继续推出 A 系列和 D 系列车型，将 10~30 万的主流消费区域实现全覆盖。同时，公司正与 Stellantis 集团进行全方位合作，以快速开拓国际市场。

➤ 给予“买入”评级，目标价 80.55 港元/股

我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 638.34、909.12 和 1158.33 亿元人民币，同比增长 98.46%、42.42%和 27.41%；归母净利润 5.81（扭亏为盈）、30.58（+426.59%）和 48.54（+27.41%）亿元人民币。鉴于公司处于高速增长期，我们认为公司合理估值应为 2025 年 1.55 倍 PS，对应目标价为 80.55 港元/股，距现价有 37.9%上涨空间，给予“买入”评级。

（百万元人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,747.4	32,164.2	63,834.3	90,912.1	115,832.9
同比增长	35.2%	92.1%	98.5%	42.4%	27.4%
归母净利润	-4,216.3	-2,820.8	580.7	3,057.8	4,853.6
同比增长	17.5%	33.1%	\	426.6%	58.7%
毛利率	0.5%	8.4%	11.8%	13.3%	14.1%
每股收益(元)	-3.15	-2.11	0.43	2.29	3.63
PE@58.4HKD	-17.0	-25.4	123.5	23.5	14.8

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

目标价：80.55 港元

现价：58.4 元

预计升幅：37.9%

重要数据

日期	2025-8-1
收盘价（港元）	58.4
总股本（亿股）	13.37
总市值（亿港元）	780.81
净资产（亿港元）	110.73
总资产（亿港元）	413.92
52 周高低（港元）	67.45/18.64
每股净资产（港元）	8.28

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

朱江明，傅利泉和关联人	24.98%
Stellantis N.V.	27.27%

相关报告

研究部

姓名：杨森

SFC: BJO644

电话：0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司管理层团队	5
1.3 公司股权结构	5
1.4 公司盈利能力随销量增加而迅速增强	6
2. 新能源汽车渗透率稳步提升，出口势头强劲	7
2.1 乘用车市场平稳增长，新能源车是主要动力	7
2.2 新能源车出口是我国乘用车企业重要的增长空间	8
3. 公司卓越战略布局积累厚势，高效运营实现持续高增长	9
3.1 具备成功创业经历的创始人团队带来高起点	9
3.2 公司产品定位精准畅销，逐步搭建 ABCD 全覆盖平台	10
3.3 全栈自研支撑产品升级和成本控制	11
3.3 与 STELLANTIS 全方位合作，快速开拓国际市场业务	14
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	16
【财务报表摘要】	17
投资评级定义及免责条款	18

图目录

图 1：公司部分产品	4
图 2：零跑汽车发展历程	4
图 3：公司产品月度销量	6
图 4：2020~2024 年公司收入和毛利率、净利率	7
图 5：我国狭义乘用车零售月销量和累计同比增速	7
图 6：我国新能源乘用车零售月销量和渗透率	8
图 7：我国新能源汽车月销量（按纯电和混动分类）	8
图 8：我国新能源汽车纯电和混动月销售占比	8
图 9：我国乘用车出口月度数量和新能源车比例	9
图 10：2025 年 1-5 月中国新能源汽车出口总量前 10 国家	9
图 11：2025 年 1-5 月中国新能源汽车出口量较同期净增量前五国家	9
图 12：公司整体研发体系	12
图 13：公司全栈自研体系覆盖六大核心技术模块	14
图 14：公司推出 LEAP3.5 架构	14
图 15：公司 LEAP 架构迭代	14

表目录

表 1：公司管理团队	5
表 2：公司主要股东（截至 2024 年 12 月 31 日）	6
表 3：公司已发布的产品	11
表 4：零跑 C11 与同级竞品核心参数对比	11
表 5：公司产品矩阵	11
表 6：公司营收预测	16
表 7：汽车行业估值（20250804）	16

1.公司基本情况

1.1 公司简介

公司是掌握新能源汽车核心技术全域自研能力的中国新能源汽车企业，业务范围涵盖智能电动汽车整车设计、研发制造、智能驾驶、电驱总成、电池系统开发，以及基于云计算的车联网解决方案。公司先后推出业界首个八合一电驱、业界率先量产 CTC 电池底盘一体化技术、业界首个“四域合一”中央集成式电子电气架构等领先的智能电动技术。

公司成立于 2015 年，至今已向市场推出智能 6 座 SUV C16、首款全球化战略车型 C10、智能 SUV C11、智能大轿车 C01、中型纯电轿车 B01 和智能纯电都市代步车 T03 等多款产品。

2023 年，Stellantis 集团入股公司；2024 年 5 月，双方正式成立合资公司零跑国际。当年 9 月，零跑 C10、T03 正式在欧洲上市，加速布局国际市场。

图 1：公司部分产品

C16 纯电 630 版	B01 650 激光雷达版	全新 C11
		
核心优势 超长纯电续航：81.9kWh 电池，纯电续航达 630km (CLTC)。 全域 800V 高压平台：充电 18 分钟补能 300km。 性能优势：220kW 电机，6.48 秒破百，动力体验领先同级燃油车。 场景建议 - 方便安装充电桩的用户（谷电成本约 0.1/km）。 - 日均通勤 ≤ 80km 的用户。 - 南方气候区用户。	核心优势 50 万级智能顶配：激光雷达+8650 芯片驾驶辅助系统、8295 旗舰级智能座舱+双 AI 语音大模型、标配高速及通勤领航辅助驾驶，从硬件到体验都是智能顶配。 650km 超长纯电续航：城市通勤续航达成率可至 90% 以上，一周仅充一次电，方便省心；跨城出行 20min 充电 340 公里，更高效、更方便；超低能耗 11.5kWh/100km，省电更省心。 20 万级别操控体验：天生后驱，中欧团队联合底盘调校，能下赛道也能跑山；同级独有爆胎稳定控制系统，70w 级别配置，安全才是最大的豪华。 场景建议 - 追求满配体验、买车一步到位 - 兼顾长距离通勤、周末休闲游、跨城同行的丰富场景 - 充电不够便利情况	核心优势 - 超长纯电续航：81.9kWh 电池，续航达到 640km (CLTC) - 全域 800V 高压平台：30%-80% 充电仅需 18 分钟 - 性能优势：6.1s 百公里加速 场景建议 - 方便安装充电桩的用户（谷电成本约 0.1/km）。 - 日常通勤使用占比大于 80% 的用户。 - 南方气候区用户。

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 2：零跑汽车发展历程



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司管理层团队

公司创始人团队以朱江明先生为核心，团队成员多具备深厚的技术背景，尤其是在电子、人工智能和自动驾驶等领域经验丰富，这为公司的技术研发和产品创新奠定了坚实基础。

表 1：公司管理团队

管理层	职位	入职时间	从业履历
朱江明	创始人 董事长、执行董事、首席执行官	2015 年	拥有近 30 年电子及人工智能领域经验。创立公司前任职于大华技术、摩托罗拉，曾带领团队发明 HDCVI 视频传输国际标准。浙江大学电子工程学士。
曹力	执行董事、高级副总裁	2016 年 2 月	负责整车及电池研发与制造。曾任大华技术高级工业工程师，获红点奖及 iF 设计奖。浙江理工大学工业设计学士。
周洪涛	执行董事、高级副总裁	2016 年 2 月	负责自动驾驶与汽车电子研发。曾任大华技术软件项目负责人。西安电子科技大学工业自动化学士。
敬华	高级副总裁	2016 年 2 月	负责运营、法务、IT、董事会办公室。曾任华数、天信数码等公司高管，信息技术行业近 30 年经验。
Grégoire Olivier	非执行董事	2023 年 11 月	Stellantis 中国战略负责人。曾任 PSA 及 Pechiney 等高管。巴黎综合理工、芝加哥大学 MBA。
Douglas Ostermann	非执行董事	2023 年 11 月	Stellantis 首席财务官，曾任通用汽车、FCA 等高管。华盛顿大学学士及 MBA。
金字峰	非执行董事	2021 年 12 月	超 20 年私募股权投资经验，现任和达金融董事长。人大经济学学士，浙江财经大学研究生导师。
付于武	独立非执行董事	2021 年 12 月	汽车行业近 40 年经验，曾任中国汽车工程学会理事长。北京机械学院机械学士，高级工程师。
万家乐	独立非执行董事	2021 年 12 月	通信与支付行业 30 年经验，曾任摩托罗拉、GSMA、Brambles 高管。伊利诺伊大学电子工程及计算机科学硕士。
沈林华	独立非执行董事	2024 年 6 月	曾任华数、宝鼎科技等公司高管及独立董事。中央党校经济管理专业，浙江省高级会计师。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司股权结构

截至 2025 年，公司股权结构较为多元化，无单一股东绝对控股，创始团队与战略投资者形成协同。具体如下：

- 创始团队一致行动人：截至 2024 年底，朱江明、傅利泉及关联方合计持股比例为 24.98%，是公司的重要控股力量。
- Stellantis 集团：持股 21.27%，作为战略投资者，为公司提供海外渠道与供应链支持等，在董事会获得 2 个席位。

表 2：公司主要股东（截至 2024 年 12 月 31 日）

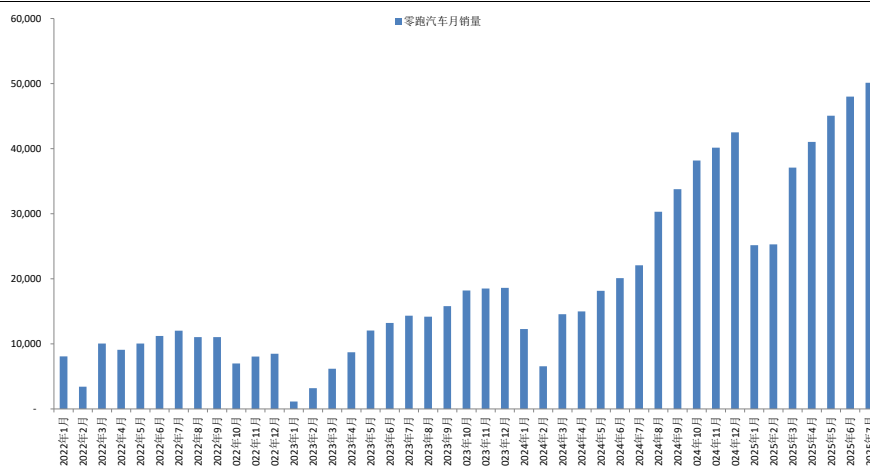
序号	股东名称	股份性质	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)	间接持股数量	股东类型
1	Stellantis N.V.	H 股	239,260,030.00	17.9	--	持股 5% 以上股东
2	朱江明	H 股	43,664,859.00	3.27	155,071,979.00	持股 5% 以上股东
3	傅利泉	H 股	25,228,900.00	1.89	173,507,938.00	持股 5% 以上股东
4	傅利泉	内资股	72,960,000.00	5.46	55,557,839.00	持股 5% 以上股东
5	朱江明	内资股	55,557,839.00	4.16	72,960,000.00	持股 5% 以上股东
6	国信证券股份有限公司	H 股	57,723,164.00	4.32	--	其他
7	宁波华竣创业投资合伙企业(有限合伙)	H 股	56,547,741.00	4.23	--	机构投资者
8	宁波华旻创业投资合伙企业(有限合伙), 宁波顾麟股权投资合伙企业(有限合伙)	H 股	45,761,266.00	3.42	--	机构投资者
9	Stellantis N.V.	内资股	45,000,000.00	3.37	--	持股 5% 以上股东
10	宁波景航企业管理合伙企业(有限合伙), 万载明昭咨询服务中心(有限合伙)	H 股	23,606,500.00	1.77	--	其他
11	宁波梅山保税港区红杉智盛股权投资合伙企业(有限合伙)	内资股	11,229,358.00	0.84	1,223,242.00	机构投资者
12	杭州国舜领跑股权投资合伙企业(有限合伙)	内资股	12,107,202.00	0.91	--	机构投资者
13	杭州景博股权投资合伙企业(有限合伙)	H 股	10,800,000.00	0.81	--	机构投资者
14	杭州芯图科技有限公司	H 股	4,077,472.00	0.3	--	其他
15	宁波红杉捷盛股权投资合伙企业(有限合伙)	内资股	1,223,242.00	0.09	--	机构投资者
合计	-	-	704,747,573.00	52.74	458,320,998.00	-

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.4 公司盈利能力随销量增加而迅速增强

公司 2022~2024 年汽车销量分别为 109,606、144,155（+31.5%）和 293,724（+103.8%）辆。2025 年 H1 销量为 221,664（+155.7%），7 月份销量达到 50129 辆，再创新高。

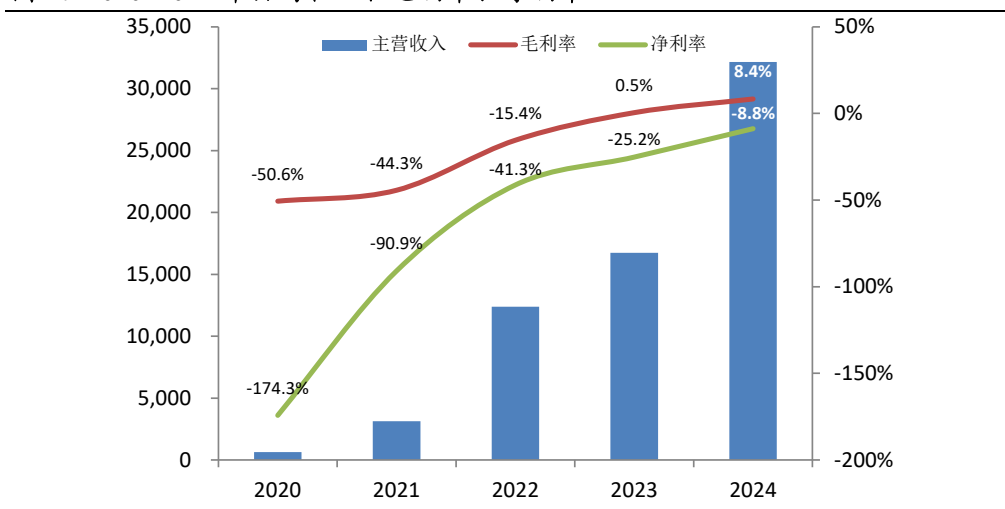
图 3：公司产品月度销量



资料来源：公司微信公众号、国元证券经纪（香港）整理

伴随汽车销量的快速提高，公司主营业务收入 2022~2024 年分别为 12,384.63、16,747.37 (+35.22%) 和 32,164.18 (+92.06%) 百万元人民币。同期，公司毛利率迅速从 2022 年的-15.4% 提高到 2024 年的 8.4%，首次实现了正毛利；净利率也从 2022 年-41.3% 收敛到 2024 年-8.8%。按此趋势，公司有望在 2025 年实现正利润。

图 4：2020~2024 年公司收入和毛利率、净利率



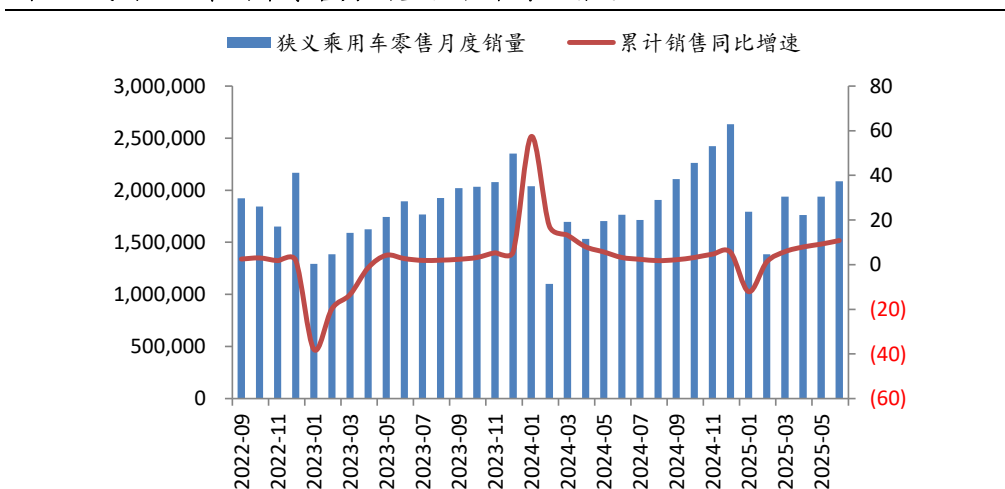
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2. 新能源汽车渗透率稳步提升，出口势头强劲

2.1 乘用车市场平稳增长，新能源车是主要动力

2025 年 1~6 月全国乘用车市场累计零售 1,090.1 万辆，同比增长 10.8%，呈现相对较快增长。

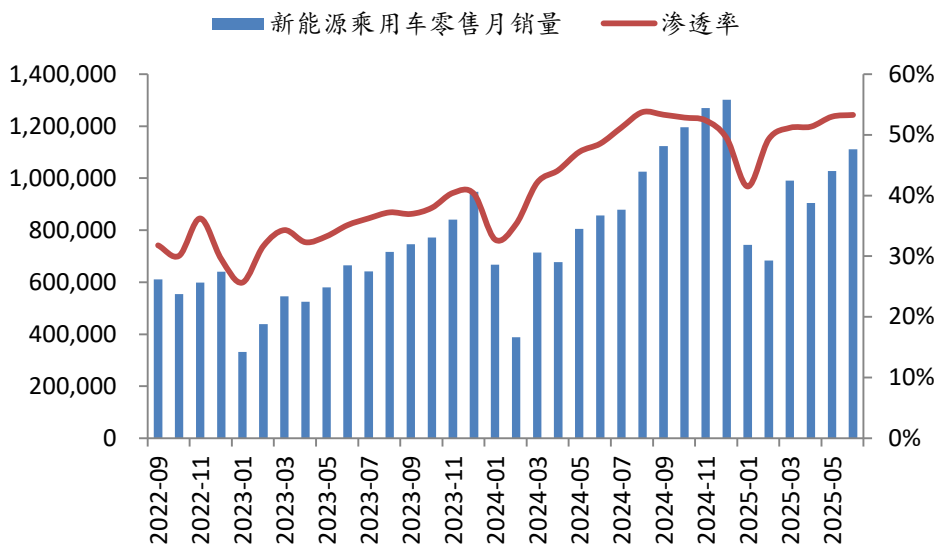
图 5：我国狭义乘用车零售月销量和累计同比增速



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

2025 年 1~6 月，我国新能源乘用车累计销售 546.1 万辆，同比增长 33.3%。至 2025 年 6 月，新能源乘用车渗透率达到 53.3%。

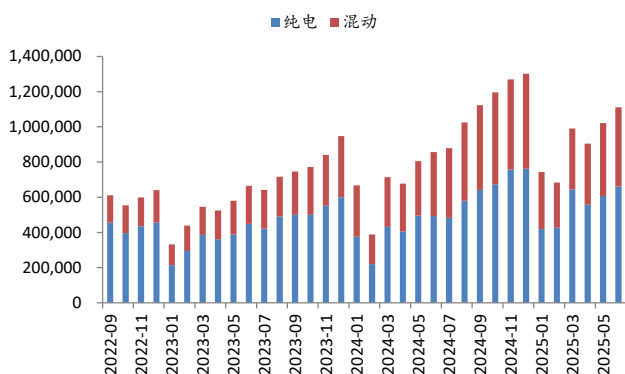
图 6：我国新能源乘用车零售月销量和渗透率



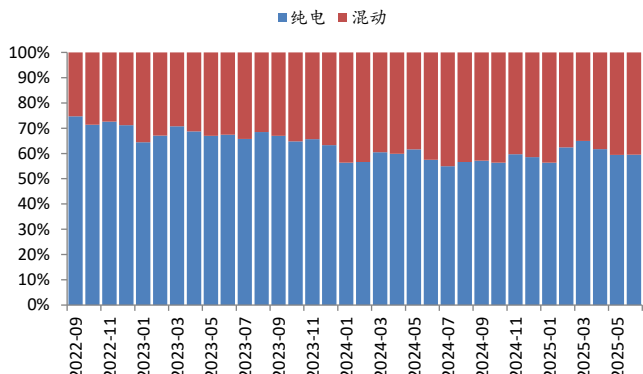
资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

图 7：我国新能源汽车月销量（按纯电和混动分类）

图 8：我国新能源汽车纯电和混动月销售占比



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

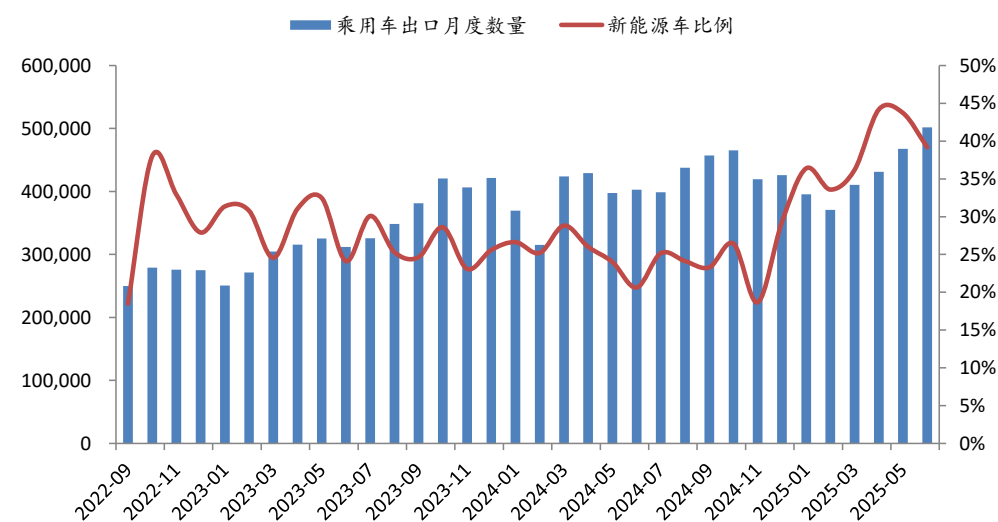
2.2 新能源车出口是我国乘用车企业重要的增长空间

伴随着中国新能源车的规模优势显现和市场扩张需求，中国制造的新能源品牌产品越来越多地走出国门，在海外的认可度持续提升。根据中国汽车工业协会数据，2025 年 1~6 月，我国乘用车厂商出口 258.1 万辆，同比增长 10.34%。根据中国乘联会数据，2025 年 1~6 月我国自主燃油乘用车出口 129 万，同比下降 13%，自主新能源出口 81 万，同比增长 109%，新能源占自主出口比例达到 38.6%。

可见，出口正成为我国汽车企业发展的最重要空间之一，而新能源车的出口是

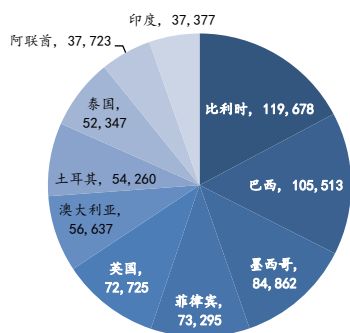
主要推动力。从出口区域看，中国新能源车向中东和发达国家市场出口呈现高质量发展发展的局面，主要是出口西欧和亚洲市场。

图 9：我国乘用车出口月度数量和新能源车比例

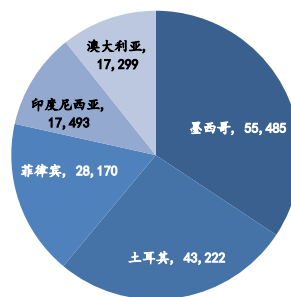


资料来源：中国汽车工业协会、国元证券经纪（香港）整理

图 10：2025 年 1-5 月中国新能源汽车出口总量前 10 国家 图 11：2025 年 1-5 月中国新能源汽车出口量较同期净增量前五国家



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

3.公司卓越战略布局积累厚势，高效运营实现持续高增长

3.1 具备成功创业经历的创始人团队带来高起点

朱江明先生（以下简称“朱先生”）是公司的创始人、董事长、执行董事兼首席执行官。他于 2015 年创立公司，负责公司的整体业务战略和运营。

朱先生是为一位世界级工程师及富有远见的企业家，在电子及人工智能技术领域拥有近 30 年经验。在创办本公司前，朱先生于 1993 年联合创建大华技术，主要负责产品研发、生产及供应链的管理工作。2008 年至 2010 年，朱先生加

入并任职于摩托罗拉杭州公司。2010 年朱先生回到大华技术(一家于深圳证券交易所上市的公司(股份代号: 002236))继续担任董事, 直至 2021 年 12 月。朱先生曾带领团队发明 HDCVI 视频传输专利技术, 该技术于 2014 年成为国际标准, 在国际视频传输领域获得了广泛的应用。朱先生于 2011 年及 2015 年分别获浙江省人民政府颁授浙江省科学技术奖二等奖及浙江省科学技术进步奖一等奖。

我们认为朱先生作为大华技术的联合创办人, 具备丰富的成功创业经验。当他带领团队创立零跑汽车时, 比起普通创业者, 在如下方面具备更加高的起点:

- **战略制定:** 基于对产业和技术发展趋势的深刻洞察, 公司的发展战略和定位既能配合公司当下所拥有的资源, 迅速形成能够卖得上量的产品, 让公司尽快形成造血能力, 又富有前瞻性: 技术上全栈自研, 确保了公司产品能够形成持续迭代进化, 始终处于行业技术发展前列; 市场开拓方面, 国内和国际布局都已展开, 让公司自身的技术和生产能力得以最大限度地转化为销量和收入, 进而推动公司的下一步发展。
- **经营管理:** 公司管理团队搭建合理, 执行高效。
- **资源投入:** 公司资金运用十分老到务实, 每一分钱都能发挥实实在在的作用。不论是研发、营销, 还是供应链搭建, 公司都合理甚至是充分利用外部资源, 只把自己的资金投入 to 最关键的领域, 产生实实在在的效益。比如在营销领域, 公司并不靠产品上市前大规模砸资源换取短期订单, 而是靠产品力来支撑稳步增长, 因此每款新车上市销量都是逐月增长, 从而使得研发、生产和销售都有良好的发展节拍, 资源使用效率达到长期最优。

3.2 公司产品定位精准畅销, 逐步搭建 ABCD 全覆盖平台

公司在国内市场的发展策略为: 利用全局自研获得的成本优势, 坚持极致品价比路线, 在人民币 10 万-30 万的主流市场, 持续推出“好而不贵”的新能源汽车产品。

公司目前推出的 C 系列和 B 系列车型聚焦 10-20 万元这一国内消费者购车最为集中的细分领域, 秉持好而不贵的科技普惠路线, 将激光雷达、高通 8295 芯片等高端配置下放到 10 万元级车型, 实现“高配低价”, 引发热销。

根据公司官方数据, 2025 年 7 月公司全系交付量达 50,129 台, 同比增长超 126%, 这是公司月销量首次突破 5 万台。2025 年 1-7 月公司共交付新车 271,793 辆, 同比增长 149.8%, 表明公司产品正得到越来越多消费者的认可。

表 3：公司已发布的产品

车型	驱动类型	发布时间	价格区间	特点
T03	纯电	2020年	¥59,900 – ¥69,900	入门级纯电小车，主打城市通勤经济性
C01	纯电 / 增程	2022年	¥136,800 – ¥199,800	中大型轿车，搭载CTC底盘电池技术
C11	纯电 / 增程	2021年	¥148,800 – ¥209,800	主力SUV，外观科技感强，市场接受度高
C16	纯电	2024年	¥151,800 – ¥189,800	智能六座家用SUV，舒适配置，健康环保认证
C10	纯电	2024年	¥122,800 – ¥168,800	全球化战略车型，多项国际奖项与安全认证
B10	纯电	2025年	¥99,800 – ¥149,800	B系列首发车型，紧凑SUV，LEAP 3.5平台
B01	纯电	2025年	¥105,800 – ¥135,800	中型轿车，定位略高于C10

资料来源：公司公众号、国元证券经纪（香港）整理

表 4：零跑 C11 与同级竞品核心参数对比

车型	零跑 C11	小鹏 G6	蔚来 ES6
售价（中国标配）	¥ 209,800（智驾四驱版）	¥ 198,800（Max 旗舰版）	¥ 365,000（标准版）
电池容量	89.97 kWh	80.8kWh	75 kWh
CLTC续航里程	CLTC 580 km	CLTC 725km	CLTC 490 km
电机功率	400 kW	218 kW	210 kW
百公里加速时间	3.94 秒	3.9秒	4.5秒
智驾系统 / 芯片	激光雷达 + Orin X；30+感知单元	图灵 AI + 双 Orin X，31传感器	Nio Pilot；换电/电池租赁+5颗雷达

资料来源：新华网、懂车帝、国元证券经纪（香港）整理

未来公司将在 2025 年下半年和 2026 年逐步落地的 A、B、D 系列车型，实现对主流市场的全覆盖。

表 5：公司产品矩阵

系列	价格带	定位	车型
A 系列	10 万左右	紧凑型 SUV，主打性价比	A12
B 系列	10-15 万区间	计划于 2025 年内完成 B 系列产品的布局，即紧凑型 SUV B10、中型轿车 B01 及运动型掀背车 B05。该系列产品面向中国最大的汽车细分市场，将成为公司 2025 年 50 万台销量目标重要的增长极。B10 作为 B 系列的首款车型，定位为紧凑型 SUV，于 2024 年在巴黎首发亮相，2025 年 3 月 10 日正式开启预售。	B01、B05、B10
C 系列	12-20 万区间	属于中型和中大型 SUV，主打家庭实用市场，在智能配置、续航能力和空间表现方面都有出色的表现，性价比高，是畅销车型。	C10、C11、C16
D 系列	20 万以上市场	全尺寸旗舰系列，将推出 SUV 和 MPV 两款车型，代表了零跑汽车的高端技术和产品形象，预计 2026 年面市。	SUV、MPV
T 系列	10 万以下微型电动车	T03 于 2020 年在国内上市；2024 年 9 月登陆欧洲，起售价 18900 欧元。	T03

资料来源：公司公众号、国元证券经纪（香港）整理

3.3 全栈自研支撑产品升级和成本控制

公司采取了“全局自研”的研发路径，形成了厚积薄发的技术积累优势。“全局自研”是指占整车 BOM（物料清单）成本约 60% 的三电系统（涵盖电池、电驱、电控、智能座舱、智能驾驶等）公司都实现了自主研发及自主制造，由此形成了公司的产品力和成本优势。

公司从底层开始进行系统及电子部件的平台化开发，使其可以在不同电动车型之间高度灵活复用，使公司的研发更加高效且具成本效益。

根据公司 2023 年的财报,公司在 2019~2023 年的研发总投入约人民币 47 亿元,实现了三电核心零部件及 8 款整车的自研、自制及量产,并于 2023 年底实现了累计交付超过 30 万台的快速增长,充分体现了公司研发体系的高效。

公司超高的研发效率基于以下两个因素:

(1)公司的研发团队的骨来自于电子及 IT 行业,熟悉电子智能技术及嵌入式软件开发,在转入智能新能源汽车研发领域时,具有其他众多车企不具备的先发优势,从而得以在“起跑线上”领先“一个身位”,对于技术掌握得快,走的弯路少,因而成本产出比超高,做到了“花钱少,积累大”;

(2)研发是个很专业的工作,公司创始人、董事长兼首席执行官朱江明先生作为公司的技术牵头人,带领团队,在研发方向、产品定位、执行效率、团队凝聚力等方面,都具有非常高的效率。牵领头懂技术,在研发上,就会转化为投入产出比的高效率。资金使用效率高了,用相对较少的钱,一样可以产出丰硕的成果。

图 12: 公司整体研发体系



资料来源: 公司招股书、国元证券经纪(香港)整理

公司在智能电动汽车的各关键技术领域取得了强大的创新及技术实力:

➤ **电子电气架构。**公司在量产的车型中应用自主开发的域集中式电子电气架

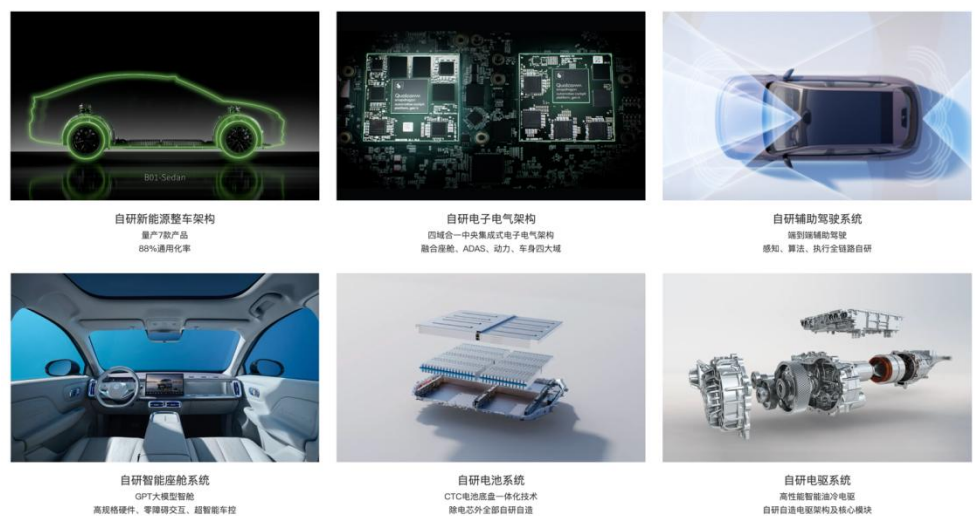
构，能够集中控制关键系统，包括自动驾驶、智能座舱及整车控制。通过各系统之间的统一接口、算法及数据通讯协议，公司的电子电气架构实现了跨车型的高度复用。此外，公司正在开发新一代的中央集中式电子电气架构，该架构将利用强大的中央集成汽车计算平台，实现复杂功能的处理。

- **电驱系统。**公司已实现电驱系统的软硬件全局自主研发。公司当前自主研发的电驱系统“Heracles”实现了对电机、控制器、减速器的集成，具备高性能、高安全性、轻量化和高成本效益的优点。公司已于 2022 年实现了更先进的“盘古”油冷电驱系统的商业化，该电驱系统最高能量转化效率可达 94.6%。此外，基于公司深度学习算法和智能自适应的硬件能力，公司可在汽车全生命周期内通过 OTA 升级电驱系统，持续优化车辆的驾驶性能。
- **电池系统。**公司全面自主研发电池包和电池管理核心技术。公司自研的热管理系统布局紧凑且具有高能效，使电池系统可在最低零下 30 度运转。公司在 C01 后成为全球首家在量产车型上采用 CTC 技术的新兴电动汽车公司。CTC 技术实现电池模组与电池托盘及车身的一体化，打通电池模组、电池包与整车的界限。特别是，其令电池系统零部件数量减少 20%，从而使得整车重量减轻，续航里程更长，加速更快及成本更低。CTC 技术亦使得车身的轻量化系数提升 20%，车身的抗扭强度提升 25%，从而提高了防撞安全性。此外，公司电池系统的安全性已通过广泛测试及验证，所有测试结果均符合国家标准。多项相关测试（例如振动测试、散热测试、外覆测试及若干冲击类型测试）结果已超过电动汽车电池的法定国家标准（GB38031-2020）及外覆防护的可选标准（GBT/4208-2017）。集成结构增加车内垂直空间，为乘客提供更舒适的环境。
- **智能驾驶。**公司于 2024 年首发 LEAP3.0 技术架构，包括：行业首个四域合一的中央集成式电子电气架构（“四叶草”架构）、行业首个一颗 8295 芯片实现舱驾行泊融合技术的高级驾驶辅助系统（ADAS）、行业首个无需开城的网络准入控制（NAC）城市全场景通行技术、行业首个无感式 OTA 升级技术及行业首发新能源黄金超电技术（CTC 电池+油冷电驱）及整车架构通用化率达到行业最高的 88%。LEAP3.0 中央集成式域控技术的成功应用，有力地引领了 C 系列车型取得巨大的市场成功，2024 年第四季度 C 系列组合月均销量超过 30,000 台，在各自细分市场中均占据前五的位置。
2025 年 3 月 10 日，公司推出 LEAP3.5 架构，采用全球首个超级集成中央域控架构，首次搭载了 8650 智驾芯片，并配备了激光雷达等智驾硬件，1 个超级大脑可以支持端到端辅助驾驶，统筹座舱、动力、车身域功能融合

协同。

2024 年公司确定“端到端大模型”智驾系统的研发路线，组建了“智能技术研究院”，扩编至 500 余人的优秀智驾团队，实现了城区领航辅助、高速领航辅助、记忆泊车或者泊车辅助等成果。在 AI 算力以及数据基建方面，公司也持续加大资源投放，以充分保障端到端 AI 大模型的研发以及 2025 年的量产交付，2025 年底前在全新 LEAP3.5 架构上实现城市 NOA，全面跻身智能驾驶第一梯队。

图 13：公司全栈自研体系覆盖六大核心技术模块



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 14：公司推出 LEAP3.5 架构



资料来源：公司微信公众号、国元证券经纪（香港）整理

图 15：公司 LEAP 架构迭代



资料来源：公司微信公众号、国元证券经纪（香港）整理

3.3 与 Stellantis 全方位合作，快速开拓国际市场业务

在海外市场，公司以轻资产模式，与 Stellantis 集团开展合作，高效推进全球化。通过借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛的渠道、售后服务体系等商业资源，加速并扩张公司高技术含量和极具品价比的产品在全球的销售。截至目前，公司海外业务已按计划有序落地：

- 2024年5月：公司与Stellantis完成合资公司零跑国际的成立、核心团队的建立及招商工作，此次合作由公司和Stellantis分别持股49%及51%。零跑国际自2024年9月起在欧洲开始销售与交付C10与T03，目前该两款产品均已获得欧盟WVTA认证；
- 2024年第四季度，零跑国际进军亚太、中东、非洲及南美洲市场；
- 2024年底，零跑国际已在全球建立了超过400家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超过350家，在亚太、中东及非洲和南美市场近50家。预计到2025年零跑国际将形成550家以上的渠道规模。

公司与Stellantis的合作是从渠道网络、售后服务、汽车金融到产品及零部件赋能等方面展开的全方位的全球合作。例如，Stellantis旗下的玛莎拉蒂团队与零跑汽车底盘研发团队联合调校公司汽车产品，提升零跑产品的全球竞争力。

2025年6月30日，公司附属公司零跑汽车与Stellantis附属公司订立二氧化碳积分转让协议。据此，零跑汽车同意转让及Stellantis附属公司同意接受所有Leapmotor品牌纯电动汽车(BEV)和增程式电动汽车(REEV)于2025年在欧盟和英国市场的销售和注册所产生的二氧化碳积分。

零跑汽车向Stellantis附属公司转让二氧化碳积分之的建议年度上限经参考以下考虑因素后厘定：

- 参照本公司2025年1月至6月的实际销量和2025年全年的销量目标,2025年本公司汽车预计在欧盟和英国的终端零售销量；
- 依据欧盟监管框架(EU2023/851)和英国监管框架(2023年第1394号气候变化道路交通一车辆排放交易计划令2023)项下，本公司每款车型对应的二氧化碳积分数量；
- 根据市场供需关系和市场价格，确定每个二氧化碳积分的单价；
- 人民币与欧元汇率变化风险。

4.盈利预测与投资建议

我们认为公司拥有优秀的创始人团队，根据行业和公司具体情况制定了稳健可行并具备广阔发展空间战略，并在实际经营中进行了高效而富有成果的执行。

全栈自研的发展路径让公司能够始终处于行业发展的技术前列，并实现产品生产成本的显著优化。轻资产合作开拓国际市场让公司减少了建立国际销售渠道的巨大投入和时间成本，并且能够有效规避开过国际市场时可能面临的法律、

政策和文化风险。

我们认为公司正处于快速上升期，营业收入规模和盈利能力都将有显著提升。我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 638.34、909.12 和 1158.33 亿元人民币，同比增长 98.46%、42.42%和 27.41%；归母净利润 5.81（扭亏为盈）、30.58（+426.59%）和 48.54（+27.41%）亿元人民币。

鉴于公司处于高速增长期，我们认为公司合理估值应为 2025 年 1.55 倍 PS，对应目标价为 80.55 港元/股，距现价有 37.9%上涨空间，给予“买入”评级。

表 6：公司营收预测

(单位：百万元，CNY)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,747	32,164	63,834	90,912	115,833
汽车及零部件	16,733	31,627	63,220	90,200	115,000
服务	14	112	168	243	341
其他业务	-	425	447	469	492
增速	-14.7%	92.1%	98.5%	42.4%	27.4%
汽车及零部件	35.2%	89.0%	99.9%	42.7%	27.5%
服务	110.5%	703.1%	50.0%	45.0%	40.0%
其他业务	-	-	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	16,666	29,470	56,320	78,821	99,500
增速	16.6%	76.8%	91.1%	40.0%	26.2%
毛利	80	2,694	7,515	12,091	16,332
毛利率(%)	0.48%	8.38%	11.77%	13.30%	14.10%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）预测和整理

表 7：汽车行业估值（20250804）

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿人民币)	主营业务收入（亿元人民币）			归母净利润（亿元人民币）			PE			PS
				2023	2024	增速	2023	2024	增速	2024	2025E	2026E	2024
1211.HK	比亚迪股份	116.20	9,647.2	6,023.2	7,771.0	29.0%	300.4	402.5	34.0%	24.4	17.7	14.5	1.26
2015.HK	理想汽车-W	100.50	1,959.6	1,238.5	1,444.6	16.6%	117.0	80.3	-31.4%	24.8	20.1	14.0	1.38
2333.HK	长城汽车	12.72	1,622.8	1,732.1	2,022.0	16.7%	70.2	126.9	80.8%	7.9	6.8	5.9	0.50
0175.HK	吉利汽车	17.66	1,622.1	1,792.0	2,401.9	34.0%	53.1	166.3	213.3%	9.9	11	9.0	0.69
9868.HK	小鹏汽车-W	71.30	1,238.1	306.8	408.7	33.2%	-103.8	-57.9	-44.2%	-21.7	-90.3	50.5	3.08
9866.HK	蔚来-SW	37.80	768.4	556.2	657.3	18.2%	-211.5	-226.6	7.1%	-3.4	-5.0	-8.6	1.19
2238.HK	广汽集团	3.14	637.2	1,297.1	1,077.8	-16.9%	44.3	8.2	-81.4%	36.0	20.2	15.1	0.28
1114.HK	华晨中国	3.09	142.0	11.2	11.0	-2.3%	77.3	31.0	-59.9%	4.7	3.2	3.2	13.17
平均						16.1%			14.8%	10.3	-2.0	12.9	2.7
9863.HK	零跑汽车	58.40	711.1	167.5	321.6	92.1%	-42.2	-28.2	-33.1%	-25.6	123.5	23.5	2.25

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

5.风险提示

- 行业竞争加剧、新产品拓展不及预期、国际市场环境有超预期变化。

【财务报表摘要】

资产负债表（百万元人民币）						损益表（百万元人民币）					
2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产：						营业总收入					
现金及现金等价物	11,731.4	6,378.3	7,878.0	10,658.1	13,920.6	16,747.4	32,164.2	63,834.3	90,912.1	115,832.9	
应收款项合计	1,348.2	2,457.1	6,191.9	7,727.5	9,845.8	主营业务收入	16,746.7	32,164.2	63,834.3	90,912.1	115,832.9
存货	1,719.5	2,022.6	5,617.4	7,727.5	9,845.8	其他营业收入	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	7,670.7	15,594.6	11,632.7	13,613.6	12,623.2	营业总支出	21,238.7	35,641.5	64,048.6	88,727.5	111,870.3
流动资产合计	22,469.7	26,452.6	31,320.0	39,726.8	46,235.3	营业成本	16,666.2	29,469.8	56,319.7	78,820.8	99,500.5
非流动资产：						营业开支	4,572.5	6,171.7	7,728.9	9,906.7	12,369.8
固定资产净值	3,868.4	5,537.5	7,198.7	7,918.6	9,502.3	营业利润	-4,491.4	-3,171.1	-214.3	2,184.6	3,962.6
权益性资产和其他长期投资	838.0	4,339.3	5,641.1	6,205.3	7,136.0	净利息和其他非经常性收益	275.2	350.4	897.5	1,412.8	1,747.6
商誉及无形资产	734.6	733.7	807.0	815.1	823.3	除税前利润	-4,216.2	-2,820.7	683.2	3,597.5	5,710.2
其他非流动资产	542.8	583.4	641.7	641.7	832.0	减：所得税	0.1	0.1	102.5	539.6	856.5
非流动资产合计	5,983.7	11,193.9	14,288.6	15,927.2	18,293.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	28,453.4	37,646.5	45,608.6	55,654.0	64,529.0	持续经营净利润	-4,216.3	-2,820.8	580.7	3,057.8	4,853.6
流动负债：						净利润	-4,216.3	-2,820.8	580.7	3,057.8	4,853.6
应付账款及票据	9,846.9	18,903.4	24,893.3	29,510.5	32,337.7	归属普通股股东净利润	-4,216.3	-2,820.8	580.7	3,057.8	4,853.6
应交税金	89.4	235.4	162.4	231.3	294.7	现金流量表					
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	经营活动产生的现金流量净额	1,081.6	8,470.8	14,289.7	16,281.0	18,669.6
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1,581.2	1,265.7	1,518.9	1,822.6	1,913.8	投资活动产生的现金流量净额	-4,860.4	-13,323.0	-11,990.7	-12,590.2	-14,478.8
其他流动负债	2,436.3	4,570.4	5,027.5	5,530.2	5,806.7	筹资活动产生的现金流量净额	8,551.7	-503.5	-799.3	-910.7	-928.3
流动负债合计	13,953.7	24,974.9	31,602.0	37,094.6	40,352.8	汇率变动的影响	9.5	2.5	-	-	-
非流动负债：						现金净流量：					
长期借贷	891.8	1,108.4	1,759.9	2,005.1	2,605.9	现金及现金等价物净增加额	4,782.4	-5,353.1	1,499.7	2,780.1	3,262.5
其他非流动负债	1,109.7	1,492.5	1,512.8	2,762.4	2,924.9	现金及现金等价物期初余额	6,949.0	11,731.4	6,378.3	7,878.0	10,658.1
非流动负债合计	2,001.5	2,600.9	3,272.7	4,767.5	5,530.8	现金及现金等价物期末余额	11,731.4	6,378.3	7,878.0	10,658.1	13,920.6
总负债	15,955.2	27,575.9	34,874.7	41,862.2	45,883.6	(百万元人民币)					
股东权益：						营业收入	16,747.4	32,164.2	63,834.3	90,912.1	115,832.9
普通股股本	1336.97	1336.97	1,337.0	1,337.0	1,337.0	同比增长	35.22%	92.06%	98.46%	42.42%	27.41%
储备	11,169.9	8,816.3	9,397.0	12,454.8	17,308.5	归母净利润	-4,216.3	-2,820.8	580.7	3,057.8	4,853.6
其他综合性收益	-8.6	-82.6	-	-	-	同比增长	17.47%	33.10%	\	426.59%	58.73%
归属母公司股东权益	12,498.2	10,070.7	10,733.9	13,791.8	18,645.4	毛利率	0.48%	8.38%	11.77%	13.30%	14.10%
少数股东权益	0.0	0.0	-	-	-	每股收益(元)	-3.15	-2.11	0.43	2.29	3.63
股东权益合计	12,498.2	10,070.7	10,733.9	13,791.8	18,645.4	PE@58, 4HKD	-17.0	-25.4	123.5	23.5	14.8
总负债及总权益	28,453.4	37,646.5	45,608.7	55,654.0	64,529.0						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>