

2025Q2 盈利转正，未来有望持续向好

零跑汽车 (9863.HK) 半年报业绩点评

证券研究报告

● 核心观点

公司销量持续创新高，营收延续高增长。2025 年上半年零跑汽车的交付量达到 22.17 万辆，排名中国造车新势力品牌的第一位，其中 2025Q2 交付量达到 13.4 万辆，创下历史新高。2025 年 7 月公司交付量达到 50129 辆，再次突破单月新高，也成为 2025 年以来唯一一家月交付量超过 5 万辆的中国新势力品牌公司。除销量的增长之外，与战略伙伴的战略合作和在欧洲的碳积分出售也为公司的营业收入做出了一定程度的贡献，最终 2025 年上半年公司实现营业收入 242.5 亿元，同比增长 174%；其中 2025Q2 实现营业收入 142.3 亿元，同比增长 165.5%。

2025Q2 归母净利润再次转正，公司首次实现半年度盈利。2025H1 公司毛利率为 14.1%，较上年提升 13pct，创下公司成立以来的新高。我们认为主要原因在于规模优势的凸显、销售结构的优化以及降本工作的持续推进。分季度来看，2025Q2 公司的毛利率为 13.5%，环比降低 1.4pct，我们认为主要原因在于 Q2 中部分车型有一定程度的降价促销，影响了毛利率水平。2025Q2 公司实现归母净利润 1.6 亿元，继 2024Q4 后再次实现单季度盈利；2025 年上半年公司实现归母净利润 0.3 亿元，首次实现半年度净利润转正，表现亮眼。

期间费率稳步下行，渠道建设持续推进。2025Q2 公司研发/销售/行政费用率分别为 7.7%/5.6%/2.9%，环比 2025Q1 分别降低 0.3%/0.5%/0.9%，展现了公司优秀的费用管控能力。我们认为随着未来销量规模的逐步提升，公司的期间费用率仍有进一步下行的空间。渠道方面公司仍在发力，截至 2025 年 6 月 30 日公司共计设立了 315 个零跑中心店和 491 个体验中心店，覆盖了 286 个城市。预计到 2025 年底，公司将新增覆盖 60 个空白市、县，实现 90%的城市覆盖率。

上半年出口量位列新势力品牌榜首，斯特兰蒂斯助力公司全球化开拓。2025 年上半年公司共计出口 20375 辆，位居造车新势力品牌第一名；7 月在欧洲的订单超过了 4000 辆，创下历史新高。我们认为，在斯特兰蒂斯集团的助力下，零跑可以快速在海外渠道并实现本土化生产，具备独特的战略优势，截止 2025 年 6 月 30 日，零跑国际已经在全球约 30 个市场建立了超 600 家网点，其中欧洲超过 550 家、亚太近 50 家。展望未来，零跑 B10 将于 9 月份在慕尼黑车展正式在欧洲上市、2026 年底之前欧洲的本土化生产基地也将建立，进一步助力其全球化的拓展，有望持续向好。

零跑新车胜率高，未来有望持续向好。2025 年公司全新推出的 B 系列车型均相对成功，获得了市场的认可：B10 上市次月即实现交付破万、B01 上市 72 小时内订单破万，展现了公司强大的销售能力和品牌影响力。展望未来，B05 也将于下半年正式推出、预计还会有全新的 D 系列车型和 A 系列车型陆续面市。在丰富的车型储备和较强产品周期的加持下，我们认为公司未来的销量和业绩均会持续向好、值得期待。我们上调零跑 2025-2027 年的销量预测分别至 60、100、128 万辆、营业收入分别为 653、1038、1354 亿元、归母净利润分别为 6.2、38.4、72.9 亿元。我们给予公司对应 2025 年营收预测的 PS 为 1.6x，人民币兑港币汇率采用 0.92，上调 6 个月内目标价为 84.9 港元，维持“买入”评级。

股票代码	09863.HK
公司评级	买入
评级变动	维持
收盘价	73.35
目标价	84.9

近 1 年股价走势



分析师

谷诚 S0650524120002
联系邮箱: gucheng@mgzq.com

相关研究

《厚积薄发盈利转正，出海有望带来高成长》
2025.04.28
《2025Q1 业绩超预期，毛利率创下历史新高》
2025.05.21

风险提示：公司新车型销量不及预期风险、新能源车行业竞争加剧风险、公司海外业务进展不及预期风险。

重要数据

单位/亿人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	322	653	1038	1354
(+/-) (%)	92.06	103.02	58.96	30.44
归母净利润	-28	6	38	73
(+/-) (%)	33.10	121.83	523.54	89.80
EPS (元/股)	-2.11	0.46	2.87	5.45
P/E	0.00	146.52	23.50	12.38

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部

正文目录

一、上半年销量创下历史新高，二季度盈利再次转正.....	4
二、盈利预测与估值分析.....	5
三、风险提示.....	6

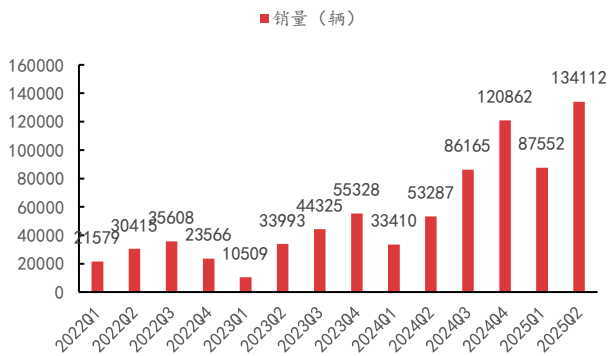
图表目录

图 1：零跑汽车季度销量（单位：辆）.....	4
图 2：零跑汽车季度营业收入（单位：亿元）.....	4
图 3：零跑汽车季度毛利率变化.....	4
图 4：零跑汽车季度归母净利润变化（单位：亿元）.....	4
图 5：零跑汽车季度三费变化情况.....	5
图 6：零跑汽车销售渠道变化情况.....	5
图 7：零跑和斯特兰蒂斯集团能够相互赋能.....	5
图 8：零跑汽车全球网点分布情况.....	5
表 1：零跑汽车盈利预测.....	6

一、上半年销量创下历史新高，二季度盈利再次转正

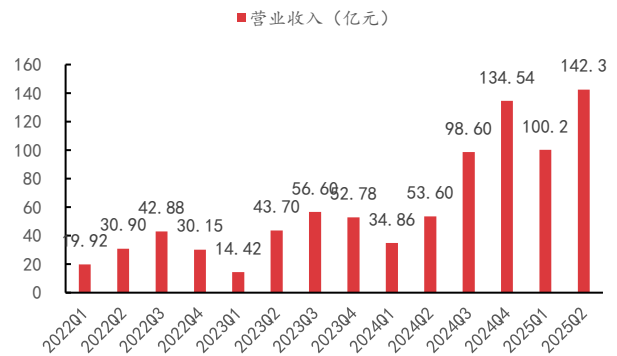
公司销量持续创新高，营收延续高增长。凭借着 B 系列新车型上市的热销以及 C 系列改款取得的成功，2025 年上半年零跑汽车的交付量达到 22.17 万辆，排名中国造车新势力品牌的第一位，其中 2025Q2 交付量达到 13.4 万辆，创下历史新高。2025 年 7 月公司交付量达到 50129 辆，再次突破单月新高，也成为 2025 年以来唯一一家月交付量超过 5 万辆的中国新势力品牌公司。除销量的增长之外、与战略伙伴的战略合作和在欧洲的碳积分出售也为公司的营业收入做出了一定程度的贡献，最终 2025 年上半年公司实现营业收入 242.5 亿元，同比增长 174%；其中 2025Q2 实现营业收入 142.3 亿元，同比增长 165.5%，表现优异，延续了高增长的态势。

图1：零跑汽车季度销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

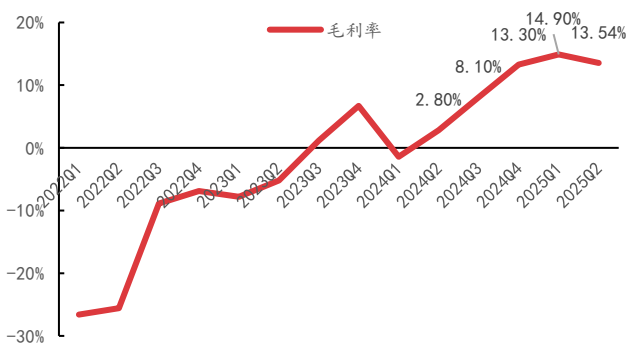
图2：零跑汽车季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

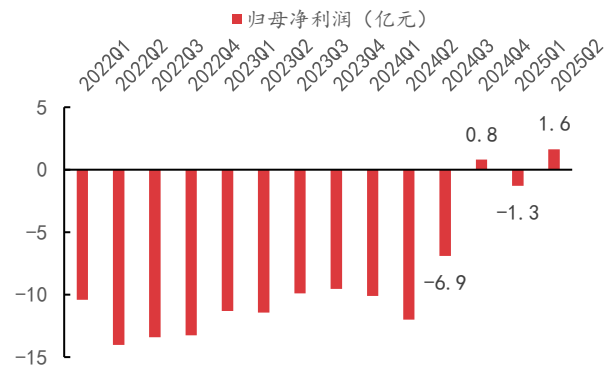
2025Q2 归母净利润再次转正，公司首次实现半年度盈利。2025H1 公司毛利率为 14.1%，较上年提升 13pct，创下公司成立以来的新高。我们认为主要原因在于规模优势的凸显、销售结构的优化以及降本工作的持续推进。分季度来看，2025Q2 公司的毛利率为 13.5%，环比降低 1.4pct，我们认为主要原因在于 Q2 中部分车型有一定程度的降价促销，影响了毛利率水平。2025Q2 公司实现归母净利润 1.6 亿元，继 2024Q4 后再次实现单季度盈利；2025 年上半年公司实现归母净利润 0.3 亿元，首次实现半年度净利润转正，成为中国造车新势力中第二家实现半年度盈利的企业。

图3：零跑汽车季度毛利率变化



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

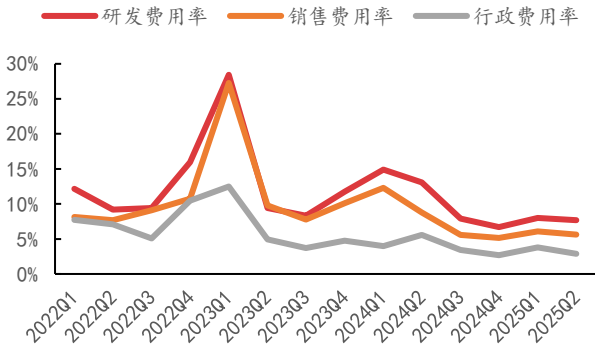
图4：零跑汽车季度归母净利润变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

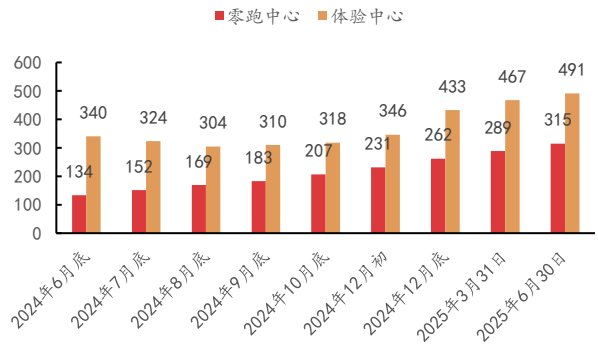
期间费率稳步下行，渠道建设持续推进。2025Q2 零跑的研发/销售/行政费用率分别为 7.7%/5.6%/2.9%，环比 2025Q1 分别降低 0.3%/0.5%/0.9%，展现了公司优秀的费用管控能力。我们认为随着未来销量规模的逐步提升，公司的期间费用率仍有进一步下行的空间。渠道方面，公司仍在持续发力，截至 2025 年 6 月 30 日公司共计设立了 315 个零跑中心店和 491 个体验中心店，覆盖了 286 个城市。预计到 2025 年底，公司将新增覆盖 60 个空白市、县，实现 90% 的城市覆盖率，进一步支撑公司未来的销量提升。

图5：零跑汽车季度三费变化情况



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

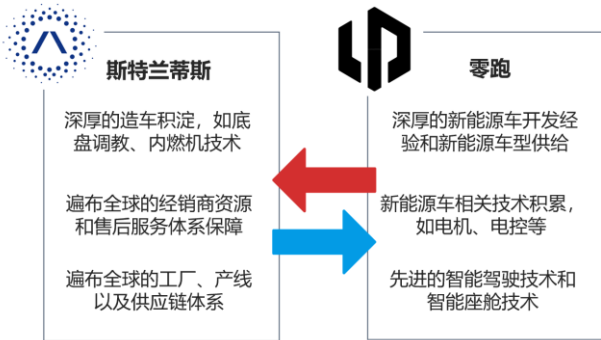
图6：零跑汽车销售渠道变化情况



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

上半年出口量位列新势力品牌榜首，斯特兰蒂斯助力公司全球化开拓。2025 年上半年公司共计出口 20375 辆，位居造车新势力品牌第一名；7 月在欧洲的订单超过了 4000 辆，创下历史新高。我们认为，在斯特兰蒂斯集团的助力下，零跑可以快速在海外渠道并实现本土化生产，具备独特的战略优势，截止 2025 年 6 月 30 日，零跑国际已经在全球约 30 个市场建立了超 600 家网点，其中欧洲超过 550 家、亚太近 50 家。展望未来，零跑 B10 将于 9 月份在慕尼黑车展正式在欧洲上市、2026 年底之前欧洲的本土化生产基地也将建立，进一步助力其全球化的拓展，有望持续向好。

图7：零跑和斯特兰蒂斯集团能够相互赋能



资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部整理

图8：零跑汽车全球网点分布情况



资料来源：零跑汽车公众号，麦高证券研究发展部整理

二、盈利预测与估值分析

零跑新车胜率高，未来有望持续向好。2025 年公司全新推出的 B 系列车型均相对成功，获得了市场的认可：B10 上市次月即实现交付破万、B01 上市 72 小时内订单破万，展现了公司强大的销售能力和品牌影响力。展望未来，B05 也将于下半年正式推出、预计还会有全新的 D 系列车型和 A 系列车型陆续面市。在丰富的车型储备和较强产品周期的加持下，我们认为公司未来的销量和业绩均会持续向好、值得期待。

由于公司上半年的经营态势良好，因此我们上调零跑 2025-2027 年的销量预测分别至 60、100、128 万辆、营业收入分别为 653、1038、1354 亿元、归母净利润分别为 6.2、38.4、72.9 亿元。我们给予公司对应 2025 年营收预测的 PS 为 1.6x，人民币兑港币汇率采用 0.92，上调 6 个月内目标价为 84.9 港元，维持“买入”评级。

表1: 零跑汽车盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量 (万辆)	11.12	14.42	29.37	60.0	100.0	128.0
其中海外销量 (万辆)	-	-	1.4	5	10	20
营业收入 (亿元)	123.8	167.5	321.6	653	1038	1354
毛利率	-15.4%	0.5%	8.4%	14.5%	14.7%	15.0%
研发费用率	11.4%	11.4%	9.0%	6.8%	6.0%	5.7%
销售费用率	9.0%	10.7%	6.7%	4.7%	3.9%	3.5%
行政费用率	7.3%	5.1%	3.5%	2.5%	2.0%	1.7%
归母净利润 (亿元)	-51.09	-42.16	-28.21	6.2	38.4	72.9

资料来源: 公司公告, 麦高证券研究发展部测算

三、风险提示

- 1) **公司新车型销量不及预期风险:** 若公司规划的新车型上市节奏不及预期、定价不及预期等, 有可能影响公司未来的销量, 从而影响公司的业绩。
- 2) **新能源车行业竞争加剧风险:** 若新能源车行业的竞争格局持续恶化, 则有可能对公司的车型销量及单车利润造成影响, 从而影响公司的业绩。
- 3) **公司海外业务进展不及预期风险:** 若受到地缘政治等因素影响, 公司在海外的业务进展不及预期, 则有可能对公司的业绩产生影响。

财务报告预测与估值数据汇总

资产负债表(亿人民币)					利润表(亿人民币)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	265	448	715	960	营业收入	322	653	1,038	1,354
现金	64	170	344	501	其他收入	56	0	0	0
应收账款及票据	20	36	55	71	营业成本	295	558	885	1,151
存货	20	36	52	64	销售费用	21	31	40	47
其他	161	206	265	323	管理费用	11	16	21	23
非流动资产	112	128	140	155	研发费用	29	44	62	77
固定资产	55	62	68	78	财务费用	-3	1	-2	-8
无形资产	7	9	11	12	除税前溢利	-28	6	38	73
其他	49	57	61	65	所得税	0	0	0	0
资产总计	376	576	855	1,114	净利润	-28	6	38	73
流动负债	250	442	682	867	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	13	14	15	16	归属母公司净利润	-28	6	38	73
应付账款及票据	189	333	516	655					
其他	48	95	151	196	EBIT	-31	7	36	65
非流动负债	26	27	28	29	EBITDA	-25	16	47	77
长期债务	11	12	13	14	EPS (元)	-2.11	0.46	2.87	5.45
其他	15	15	15	15					
负债合计	276	469	710	896	主要财务比率				
普通股股本	13	13	13	13		2024A	2025E	2026E	2027E
储备	88	94	133	206	成长能力				
归属母公司股东权益	101	107	145	218	营业收入	92.06%	103.02%	58.96%	30.44%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	33.10%	121.83%	523.54%	89.80%
股东权益合计	101	107	145	218	获利能力				
负债和股东权益	376	576	855	1,114	毛利率	8.38%	14.50%	14.70%	15.00%
					销售净利率	-8.77%	0.94%	3.70%	5.38%
					ROE	-28.01%	5.76%	26.44%	33.42%
					ROIC	-25.15%	5.20%	20.83%	26.38%
					偿债能力				
					资产负债率	73.25%	81.44%	83.01%	80.43%
					净负债比率	-39.76%	-134.91%	-217.76%	-215.99%
					流动比率	1.06	1.01	1.05	1.11
					速动比率	0.93	0.93	0.97	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.37	1.45	1.38
					应收账款周转率	22.12	23.28	22.80	21.45
					应付账款周转率	2.05	2.14	2.08	1.96
					每股指标(元)				
					每股收益	-2.11	0.46	2.87	5.45
					每股经营现金流	6.34	13.74	18.32	17.19
					每股净资产	7.53	7.99	10.86	16.31
					估值比率				
					P/E	0.00	146.52	23.50	12.38
					P/B	0.00	8.44	6.21	4.14
					EV/EBITDA	1.58	46.50	12.54	5.59

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15% 以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 到 -5% 之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 -15% 以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5% 以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 -5% 以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com