

零跑汽车 (09863.HK)

半年度扭亏，明年将继续高速增长

盈利性超预期，成为中国造车新势力中第二家实现半年度盈利的企业，明年目标 100 万台销量。零跑汽车 25Q2 实现 142.3 亿收入，同比增长 165%，主要是由于交付量同比大增 152%至 13.4 万台。Q2 毛利率实现 13.6%，同比提升 10.8pct；半年度毛利率创公司历史新高，达到 14.1%，主要系 1) 销量增长带来规模经济；2) 成本管控；3) 产品结构优化；4) 其他业务收益。Q2 期间费用绝对值明显增加，研发费用/销售费用环比增加 2.9 亿、1.9 亿，主要是由于加大研发投入力度、宣传投放力度及人员增加，但由于规模效应，费用率有所收窄。展望 Q3，公司预计 8-9 月的销量还会明显增长，Q3 销量预计 17-18 万台；全年来看，公司将指引从 50-60 万台提升至 58-65 万台，盈利性指引从此前的 2025 年盈亏平衡上调为 5-10 亿利润。并且，公司有信心在 2026 年挑战 100 万台销量，整体规模再上一个台阶。

Q2 销量强势，极高价比有望持续助力公司成长。零跑汽车的销量从今年 1 月的 2.5 万台一路爬升到 7 月的 5 万台，主要得益于 B10 的热销、C 系列陆续改款升级到 Leap 3.5 架构。此外，B01 于 7 月 24 日正式上市，订单表现优秀，其销量有望在 B10 的基础上再上一个新的台阶，助力公司后续销量持续增长。1) **新车方面**，B05 预计于 9 月在慕尼黑车展全球首发、11 月国内上市，2026 年公司还将推出批量 A 系列和 D 系列车型。D 系列作为零跑十年造车能力集大成的产品，预计有望于 10 月迎来首次公开亮相，26Q1 开始陆续上市。我们认为，尽管在 20 万以上的新能源汽车市场竞争激烈，零跑也有望通过极致的品价比在市场上独树一帜。2) **渠道方面**，截至 25H1 公司销售网络覆盖 286 个城市、布局 806 家销售门店和 461 家服务门店，上半年单店店效同比提升超 50%，预计到年底新增覆盖 60 个空白市县、地级市，城市覆盖率提升至 90%，助力明年百万台销量目标。3) **智能化方面**，公司在 7 月已经将基于端到端算法的城市通勤领航辅助功能量产上车，并将城市 NOA 推出时间从此前的 26H1 提前到今年年底。

25H1 公司出口 20375 台，上半年海外销量位居中国新势力的第一。C 端销售同样强势，7 月有超过 4000 位欧洲用户下单了零跑的产品，创历史新高。1) **车型方面**，当前海外主要销售 T03 和 C10 两种车型。首批 B10 已于 7 月正式发往欧洲，并将于 9 月在慕尼黑车展正式上市，年底将在海外推出 B10 增程版。B 系列其他产品将在明年于海外陆续上市。2) **渠道方面**，零跑国际在海外建设的兼具销售和售后服务功能的网点数量已经从 Q1 末的 500+ 家扩张到了 Q2 末的 600+ 家，其中欧洲/亚太分别有 550+/近 50 家。3) **本地化方面**，今年 4 月零跑和 Stellantis 集团宣布在 Stellantis 集团的马来西亚吉打州的 Gurun 工厂启动零跑 C10 马来西亚本地化组装机项目，首台 C10-OTS 车辆完成装配下线。此外，公司预计将在 2026 年底前建立欧洲本土化生产基地，从而降低相关的政策风险，并加速推动全球市场布局。

战略合作及零部件外供取得明显进展。1) **零部件外供**：零部件自研自制，不仅有助于提升零跑自身产品的性价比，也有望通过零部件外供在进一步摊薄研发和生产成本的同时，获得额外收益。根据 36 氪报道，零跑汽车自研的电池包已开始外供，其电芯采购自宁德时代及其他电池厂商，电池包则来自零跑。近期，市场监管总局无条件批准中创新航与零跑汽车新设合营企业。海外方面，我们预计较大规模的销售成果将在 26H2 或 2027 年陆续在报表端确认。2) **其他战略合作**：零跑与一汽首个合作开发车型项目已经落地，其他相关的合作仍在积极推进中。

投资建议：公司盈利性超预期、后续产品周期仍非常强势，我们上调收入和盈利预测。在不考虑后续潜在零部件合作、明年可能有的积分收入情况下，我们预计公司 2025-2027 年销量 60/101/131 万辆，总收入 653/1144/1529 亿元；2025-2027 年归母净利润 11/56/111 亿元，归母净利润率 1.6%/4.9%/7.3%。我们给予零跑汽车 1214 亿港元目标估值，对应 20x 2026e P/E、1x 2026e P/S，目标价 91 港元，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	65,345	114,428	152,882
增长率 YoY (%)	35	92	103	75	34
归母净利润 (百万元)	-4,216	-2,821	1,072	5,588	11,097
增长率 YoY (%)	17	33	138	421	99
归母净利润率 (%)	-25.2	-8.8	1.6	4.9	7.3
EPS (元/股)	-3.62	-2.11	0.80	4.18	8.30
P/S (倍)	5.2	2.7	1.3	0.8	0.6
P/E (倍)	-18.0	-30.9	81.4	15.6	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08 月 22 日收盘价 (港元)	71.00
总市值 (百万港元)	94,924.59
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)	8.76

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): 毛利率超预期, 国内外双轮驱动长期成长》 2025-05-25
- 《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

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	39816	62409	76833
现金及现金等价物	11731	6378	13754	31754	42866
受限制现金	2800	1254	1254	1254	1254
贸易应收款项及应收票据	926	1981	4190	6617	7822
存货	1719	2023	5802	7968	10074
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	56956	85409	105613
流动负债	13954	24975	42213	64077	72185
借款	1581	1266	1166	1067	967
贸易应付款项及应付票据	9847	18903	31173	48692	54508
经营租赁负债流动部分	104	145	145	145	145
其他流动负债	2422	4660	9729	14173	16564
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	44814	66678	74786
股本	1143	1337	1337	1337	1337
储备	16796	25058	25451	26451	27451
未分配利润	-13897	-16717	-15646	-10057	1039
归属母公司股东权益	12498	10071	12142	18731	30827
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	12498	10071	12142	18731	30827
负债及权益总额	28453	37647	56956	85409	105613

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	13053	23678	16790
净利润	-4216	-2821	1072	5588	11097
折旧及摊销	601	671	632	719	798
营运资金变动	5210	9316	11350	17371	4896
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	7375	18000	11112

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16747	32164	65345	114428	152882
营业成本	16666	29470	56336	99142	129902
毛利润	80	2694	9009	15285	22980
研发费用	1920	2896	4203	5007	6117
销售费用	1795	2138	3086	3631	4221
行政费用	842	858	1137	1609	1638
经营利润	-3635	-2340	1720	6646	12642
财务费用	157	309	297	286	275
金融资产减值亏损净额	0	-5	-3	0	0
其他收入	89	175	710	400	0
其他收益净额	26	135	-16	-168	-168
应占联营公司溢利净额	4	42	-28	62	187
所得税费用	-0	-0	0	0	0
净利润	-4216	-2821	1072	5588	11097
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-4216	-2821	1072	5588	11097

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	103	75	34
营业利润(%)	-15	-23	-103	4383	116
归属于母公司净利润(%)	17	33	138	421	99
获利能力					
毛利率(%)	0.5	8.4	13.8	13.4	15.0
净利率(%)	-25.2	-8.8	1.6	4.9	7.3
ROE(%)	-33.7	-28.0	8.8	29.8	36.0
ROIC(%)	-162.9	-74.0	-524.1	-1.0	-50.3
偿债能力					
资产负债率(%)	56.1	73.2	78.7	78.1	70.8
净负债比率(%)	-81.2	-50.8	-103.7	-163.8	-135.9
流动比率	1.6	1.1	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.3	0.3	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.4	1.6	1.6
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	0.80	4.18	8.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	3.2	4.9	8.9	6.3
每股净资产(最新摊薄)	5.4	3.8	4.5	7.0	11.5
估值比率					
P/S	5.2	2.7	1.3	0.8	0.6
P/B	12.2	17.3	14.4	9.3	5.7
P/E	-18.0	-30.9	81.4	15.6	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 8 月 22 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	597,664	1,006,368	1,310,315
T03 国内	38,454	56,955	62,065	60,203	58,397
C11	80,708	77,561	94,556	91,719	88,968
C01	24,993	28,513	12,936	12,111	11,506
C10 国内	-	71,769	118,601	115,043	111,592
C16	-	43,528	80,063	77,661	75,331
B 系列车型国内	-	-	173,897	330,000	360,000
海外销售及 2026 年新车	-	15,398	55,546	319,631	604,522
总收入 (百万元)	16,747	32,164	65,345	114,428	152,882
汽车及部件销售	16733	32006	63422	113267	151372
汽车监管积分销售及服务	14	158	1489	1160	1511
战略合作	-	-	434	-	-
毛利 (百万元)	80	2,694	9,009	15,285	22,980
毛利率	0%	8%	14%	13%	15%
研发费用率	-11.5%	-9.0%	-6.4%	-4.4%	-4.0%
销售费用率	-10.7%	-6.6%	-4.7%	-3.2%	-2.8%
管理费用率	-5.1%	-3.5%	-2.5%	-1.4%	-1.2%
营业利润 (百万元)	-4,492	-3,477	112	5,008	10,803
营业利润率	-27%	-11%	0%	4%	7%
归母净利润 (百万元)	-4,216	-2,821	1,072	5,588	11,097
净利润率	-25.2%	-8.8%	1.6%	4.9%	7.3%

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	25Q2	25Q3E	25Q4E
总销量 (辆)	33,410	53,286	86,165	120,863	87,552	134,112	165,000	211,000
T03 国内	9,433	14,037	15,000	18,485	14,194	15,871	15,000	17,000
C11	12,122	15,000	16,439	34,000	21,539	21,017	25,000	27,000
C01	3,998	7,000	6,986	10,529	3,673	2,263	3,000	4,000
C10 国内	7,857	16,249	24,042	23,621	23,800	32,801	30,000	32,000
C16	-	1,000	19,000	23,528	16,800	16,263	22,000	25,000
B 系列车型国内	-	-	-	-	-	32,897	54,000	87,000
海外销售	-	-	4,698	10,700	7,546	13,000	16,000	19,000
总收入 (百万元)	3,486	5,378	9,856	13,444	10,020	14,230	17,776	23,320
车辆销售	3,483	5,372	9,846	13,305	9,485	13,875	17,286	22,776
服务及其他	3	6	10	139	101	355	490	543
战略合作	-	-	-	-	434	-	-	-
毛利 (百万元)	-50	151	803	1,791	1,494	1,931	2,421	3,163
毛利率	-1%	3%	8%	13%	15%	14%	14%	14%
研发费用率	-14.9%	-13.0%	-7.9%	-6.7%	-8.0%	-7.7%	-6.4%	-5.0%
销售费用率	-12.3%	-8.8%	-5.6%	-5.1%	-6.1%	-5.6%	-4.6%	-3.7%
管理费用率	-4.0%	-5.5%	-3.4%	-2.7%	-3.8%	-2.9%	-2.3%	-1.8%
营业利润 (百万元)	-1,138	-1,321	-867	-152	-296	-368	52	724
营业利润率	-33%	-25%	-9%	-1%	-3%	-3%	0%	3%
归母净利润 (百万元)	-1,013	-1,199	-692	82	-130	163	183	855
净利润率	-29.1%	-22.3%	-7.0%	0.6%	-1.3%	1.1%	1.0%	3.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 2024Q2-4、2025Q1-2 分车型销量数据、2025Q1-2 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

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