

零跑汽车 (09863.HK)

2025H1 营收大幅增长，实现半年度盈利

优于大市

核心观点

零跑汽车 2025 年上半年收入同比大幅增长，净利润 0.3 亿元首次实现半年度转正。零跑汽车上半年收入 242.5 亿元，同比增长 174%，主要原因是：整车及备件交付量的增加；战略合作、碳积分交易带来的收入增加；整车交付量增长带动相关服务收入的增加。零跑汽车 2025 年 H1 归母净利润 0.33 亿元，相比 2024 年同期的-22.1 亿元，首次实现半年度扭亏为盈。2025 年 Q2 单季度营收 142.3 亿元，环比增长 42%；Q2 单季度归母净利润 1.63 亿元，一季度净利润-1.3 亿元，环比显著扭亏。

2025 年 H1 毛利率 14.13%，半年度毛利率新高。零跑汽车 2025 年上半年毛利率 14.13%，较 2024 年同期的 1.1%提升 13 个百分点，同比增加的主要原因是：销量上升带来的规模效应；持续进行的成本管理工作；产品组合的优化；其他业务产生的收益。2025 上半年 SG&A 费用率、研发费用率分别为 9.05%、7.81%，期间费用率连续下降。2025 年上半年平均单车营收 10.94 万元，整体持平，单车成本 9.39 万元，创历史新低，单车毛利达到 1.55 万元。2025Q2 单季度毛利率 13.58%，由于二季度行业竞争力加剧，毛利率较一季度的 14.9%有所下滑。Q2 单季度 SG&A 费用率、研发费用率分别为 8.47%、7.69%，期间费用率合计 16.16%，环比一季度的 17.86%进一步降低。

登陆慕尼黑车展，出海进程稳步推动；加强产业协同。最新车型 LAFA 5 和 B10 预计亮相慕尼黑车展。2025 上半年公司实现出口超 2 万辆，7 月欧洲订单超 4000 辆，再创新高。目前，零跑国际在全球超 30 个国家和地区布局网点超 600 家，其中欧洲超 550 家，亚太近 50 家。产能方面，马来西亚 C10 本地化组装项目启动，8 月 7 日首台 C10 下线；公司计划 2026 年底前建立欧洲本土化生产基地。零跑与中国一汽签署了《战略合作谅解备忘录》，共同开展新能源乘用车联合开发及零部件合作。双方首个合作开发车型项目已经落地，并将进一步探讨深化资本合作的可行性，实现全产业链资源协同。

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。

上调销量及毛利率预测，进而上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 697/1149/1412 亿元（原预测为 668/999/1244 亿元），同比增速 116.7%/64.8%/22.9%；2025-2027 年归母净利润分别为 8.40/46.36/72.50 亿元（原预测 5.78/28.77/56.74 亿元）；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62/3.43/5.36 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	69,702	114,860	141,158
(+/-%)	35.2%	92.1%	116.7%	64.8%	22.9%
归母净利润(百万元)	-4216	-2821	840	4636	7250
(+/-%)	—	—	-129.8%	452.1%	56.4%
每股收益(元)	-3.12	-2.09	0.62	3.43	5.36
EBIT Margin	-26.8%	-10.8%	0.0%	3.5%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	-33.7%	-28.0%	7.7%	29.8%	31.8%
市盈率 (PE)	-19.0	-28.4	95.4	17.3	11.1
EV/EBITDA	-26.0	-39.5	172.6	33.7	26.1
市净率 (PB)	6.41	7.96	7.34	5.15	3.51

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

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	63.60 港元
总市值/流通市值	85962/71935 百万港元
52 周最高价/最低价	76.30/21.80 港元
近 3 个月日均成交额	505.33 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) -2025Q1 营收超 100 亿，毛利率创历史新高》——2025-05-26

《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

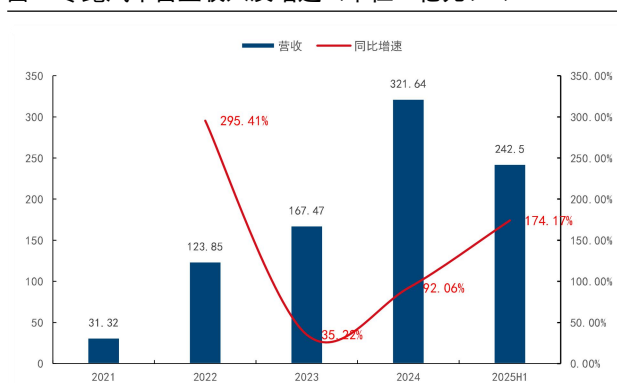
《零跑汽车 (09863.HK) -与 Stellantis 达成深度合作，三季度及 10 月销量表现优秀》——2023-11-05

2025 中报点评：半年度实现净利润 0.3 亿元

零跑汽车 2025 年上半年收入同比大幅增长，净利润 0.3 亿元首次实现半年度转正。上半年收入 242.5 亿元，同比增长 174%，主要原因是：整车及备件交付量的增加；战略合作、碳积分交易带来的收入增加；整车交付量增长带动相关服务收入的增加。零跑汽车 2025 年 H1 归母净利润 0.33 亿元，相比 2024 年同期的-22.1 亿元，首次实现半年度扭亏为盈。

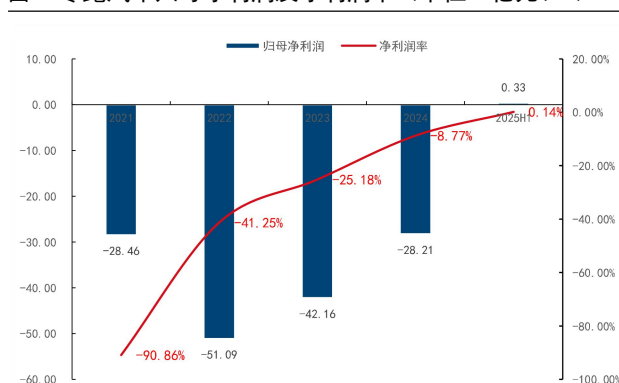
2025 年 Q2 单季度营收 142.3 亿元，环比增长 42%；Q2 单季度归母净利润 1.63 亿元，一季度净利润-1.3 亿元，环比显著扭亏。

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、%）

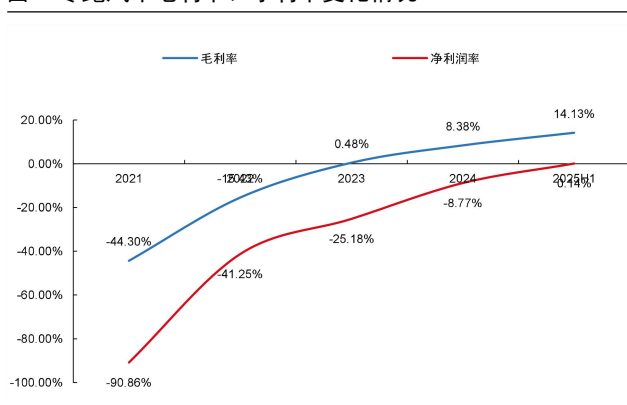


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

半年度毛利率大幅增长，2025 年 H1 毛利率 14.13%，半年度毛利率新高。零跑汽车 2025 年上半年毛利率 14.13%，较 2024 年同期的 1.1%提升 13 个百分点，同比增加的主要原因是：销量上升带来的规模效应；持续进行的成本管理工作；产品组合的优化；其他业务产生的收益。2025 上半年 SG&A 费用率、研发费用率分别为 9.05%、7.81%，期间费用率连续下降。

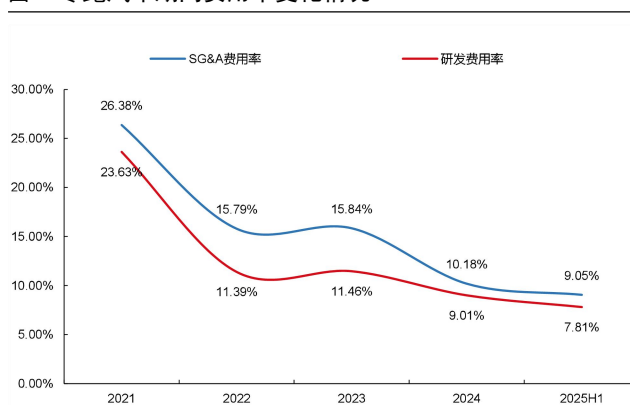
2025Q2 单季度毛利率 13.58%，由于二季度行业竞争力加剧，毛利率较一季度的 14.9%有所下滑。Q2 单季度 SG&A 费用率、研发费用率分别为 8.47%、7.69%，期间费用率合计 16.16%，环比一季度的 17.86%进一步降低。

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

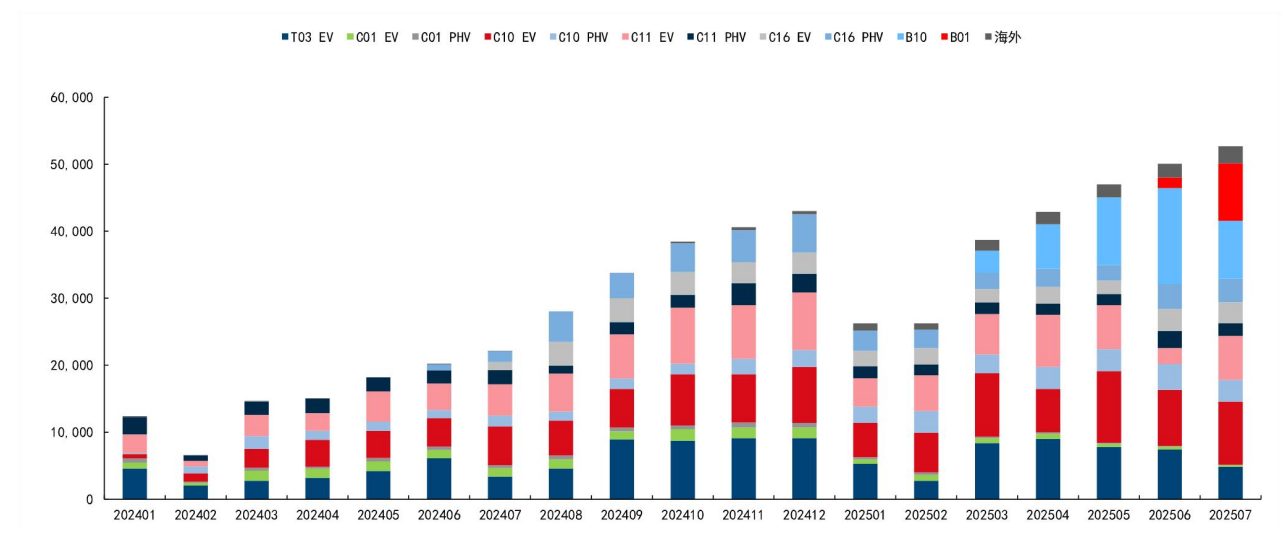


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司口径下，2025 年第一季度销量共计 221664 辆。根据公司口径，零跑汽车上

半年交付 221664 辆，同比增长 155.7%；截止 8 月 31 日，公司 2025 年累计交付 328859 辆，同比增长 136.4%。根据 Marklines 口径，2025 年 1-7 月，零跑汽车销量累计 28.38 万辆；其中 C 系列 17.31 万辆，B 系列 5.32 万辆。

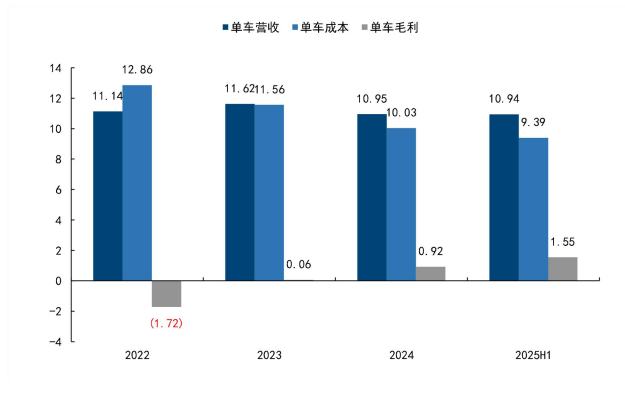
图5：零跑各车型月度销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

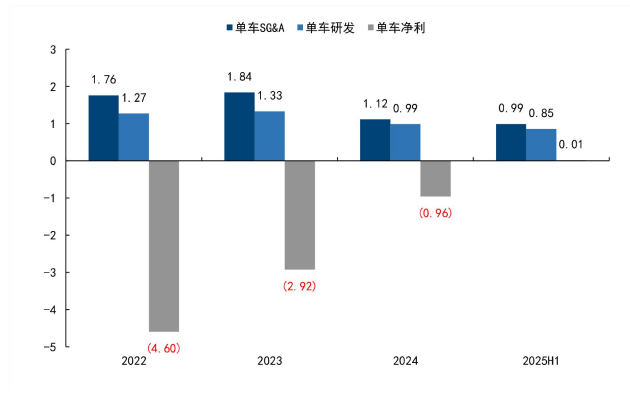
公司 2025 年上半年平均单车营收 10.94 万元，整体持平，单车成本 9.39 万元，创历史新低，单车毛利达到 1.55 万元。公司 2025 年上半年单车营收 10.94 万元，和去年全年持平。单车成本 9.39 万元，规模效应和供应链管理进一步产生正向效果。单车毛利 1.55 万元，单车净利润 0.01 万元。随着公司 B 系列车型和 C 系改款的发布，预计公司在下半年整体销量进一步增长，规模效应将进一步显现。

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

登陆慕尼黑车展，出海进程稳步推动；加强产业协同

2025 年 9 月 8 日，零跑 B10 和新车 Lafa 5 将亮相慕尼黑车展。目前公司旗下最新车型 LAFA 5 预计亮相慕尼黑车展；国内已经上市的 B10 车型，也将在车展上同步亮相；8 月 25 日，首批搭载超 2500 辆 B10 的滚装船启航，B10 正式进入批量出海阶段。

图8: 零跑 Lafa5 即将亮相慕尼黑车展



资料来源: 零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图9: B10 启航出海欧洲



资料来源: 零跑公众号、国信证券经济研究所整理

2025H1, 公司出海进程提速, 海外布局推进。2025 上半年公司实现出口超 2 万辆, 7 月欧洲订单超 4000 辆, 再创新高。目前, 零跑国际在全球超 30 个国家和地区布局网点超 600 家, 其中欧洲超 550 家, 亚太近 50 家。产能方面, 马来西亚 C10 本地化组装项目启动, 8 月 7 日首台 C10 下线; 公司计划 2026 年底前建立欧洲本土化生产基地。

图10: 零跑汽车全球渠道布局



资料来源: 零跑公众号、国信证券经济研究所整理

进一步加强产业战略合作, 深度合作一汽集团。2025 年 3 月 3 日, 零跑与中国一汽签署了《战略合作谅解备忘录》, 共同开展新能源乘用车联合开发及零部件合作。目前, 双方首个合作开发车型项目已经落地, 并将进一步探讨深化资本合作的可行性, 实现全产业链资源协同。

图11：零跑汽车与一汽集团战略合作



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 系列有多部车型发布，同时 C 系列中期改款，2025 年将形成 B、C 两大系列双轮驱动的产品线。根据上文近期月度分车型销量数据，B10 在 6 月销量达到 1.4 万以上；B01 在上市第二个月，7 月份销量爬升至 8500 以上；C11 在 7 月改款，当月销量从上月的 5000 左右提升至 8000 左右。公司近期的新品车型高效上量，改款车型表现出持续的生命力，考虑公司 2026 年仍有多款全新车型上市，我们上调销量预期。

相比前期预测，我们上调了 2025 年的销量预期，上调至 60 万辆以上，同时上调营收预测。

表1：未来三年销量假设（单位：万辆）

	2025E	2026E	2027E
总销量	61.07	95.04	119.96
国内销量	54.83	85.00	104.96
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：公司半年报展现了良好的成本管控能力，尤其是在二季度市场竞争加剧的情况下，公司依然保持了一定的毛利，展现了毛利的韧性。上调 2025-2026 年毛利率。

表2：未来三年毛利率假设

	2025E	2026E	2027E
毛利率假设	13.50%	13.70%	13.94%

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。考虑 Q2 费用率下滑幅度低于预期，调高 2025 年费用率水平。

表3: 期间费用率假设

	2025E	2026E	2027E
SG&A 费用率	7.20%	5.50%	5.50%
研发费用率	6.00%	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 697/1149/1412 亿元（原预测为 668/999/1244 亿元，上调幅度 4.4%/15.0%/13.5%），同比增速 116.7%/64.8%/22.9%；2025-2027 年归母净利润分别为 8.40/46.36/72.50 亿元（原预测 5.78/28.77/56.74 亿元，上调幅度 45.3%/61.1%/27.8%）；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.62/3.43/5.36 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	26346	37054	营业收入	16747	32164	69702	114860	141158
应收款项	1348	2457	6302	10385	12762	营业成本	16666	29470	60293	99124	121478
存货净额	1719	2023	6017	9113	10602	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2814	1254	8298	13674	16805	销售费用	1795	2138	5019	6317	7764
流动资产合计	22470	26453	57749	80168	102005	管理费用	2778	4033	4366	5352	5830
固定资产	3868	5537	6526	7528	8557	财务费用	157	308	292	259	(11)
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	71194	96004	120860	营业利润	(4348)	(2821)	840	5151	8055
短期借款及交易性金融负债	1581	1266	13891	1378	1311	营业外净收支	132	0	0	0	0
应付款项	9936	19139	34053	60734	74470	利润总额	(4216)	(2821)	840	5151	8055
其他流动负债	2436	4570	8981	14337	17494	所得税费用	0	0	0	515	806
流动负债合计	13954	24975	56925	76449	93275	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)	840	4636	7250
其他长期负债	1110	1493	1990	2327	2733						
长期负债合计	2002	2601	3359	4009	4789	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	15955	27576	60284	80458	98064	净利润	(4216)	(2821)	840	4636	7250
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	12498	10071	10910	15546	22796	折旧摊销	569	602	822	878	954
负债和股东权益总计	28453	37647	71194	96004	120860	公允价值变动损失	0	0	28	37	46
						财务费用	157	308	292	259	(11)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4005	11827	4940	19819	10301
每股收益	(3.12)	(2.09)	0.62	3.43	5.36	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	6628	25370	18551
每股净资产	9.25	7.45	8.07	11.50	16.87	资本开支	0	(2271)	(1654)	(1733)	(1846)
ROIC	-39%	-31%	3%	-165%	-40%	其它投资现金流	(3846)	(9484)	0	(6310)	(4130)
ROE	-34%	-28%	8%	30%	32%	投资活动现金流	(3616)	(15256)	(3101)	(9616)	(8150)
毛利率	0%	8%	14%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-27%	-11%	0%	4%	4%	负债净变化	119	217	260	312	375
EBITDA Margin	-23%	-9%	1%	4%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	35%	92%	117%	65%	23%	其它融资现金流	7803	(138)	12625	(12512)	(68)
净利润增长率	—	—	-130%	452%	56%	融资活动现金流	8041	295	12885	(12200)	307
资产负债率	56%	73%	85%	84%	81%	现金净变动	4782	(5353)	16413	3554	10709
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	26346
P/E	(19.0)	(28.4)	95.4	17.3	11.1	货币资金的期末余额	11731	6378	22791	26346	37054
P/B	6.4	8.0	7.3	5.2	3.5	企业自由现金流	0	6681	4132	22624	14887
EV/EBITDA	(26)	(39)	173	34	26	权益自由现金流	0	6452	16726	10191	15204

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

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