



# 零跑汽车 (09863.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 零跑汽车 25Q3 业绩点评：毛利率环比持续提升，预计经营维持强势

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：54.800 元

相关报告：

- 《零跑汽车 25H1 业绩点评：业绩符合预期，经营有望持续强势》，2025.8.19
- 《零跑汽车 25Q1 业绩点评：合作收入融入，毛利率大超预期》，2025.5.20
- 《零跑汽车 24Q4 及 24 年业绩点评：整体符合预期，新车周期引领...》，2025.3.11



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,747	32,164	66,166	97,788	116,869
营业收入增长率	35.22%	92.06%	105.71%	47.79%	19.51%
归母净利润(百万元)	-4,216	-2,821	919	4,551	7,197
归母净利润增长率	17.47%	33.10%	132.58%	395.19%	58.15%
摊薄每股收益(元)	-3.15	-2.11	0.69	3.40	5.38
每股经营性现金流净额	0.81	6.34	2.20	8.93	-36.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	-33.74%	-28.01%	8.36%	29.27%	31.64%
P/E	-11.32	-15.43	79.72	16.10	10.18
P/B	3.82	4.32	6.67	4.71	3.22

来源：零跑汽车年报、国金证券研究所

### 业绩点评：

11月17日，零跑汽车发布25Q3财报，其中：

1、营收：Q3公司共计销售新车17.4万辆，同/环比+101.8%/+29.6%；总计营收194.5亿元，同/环比+97.3%/+36.7%；我们计算Q3单车ASP 11.19万元，同/环比-2.2%/+5.4%；25Q1-Q3公司共计销售新车39.6万辆，同比+128.8%，营收437亿元，同比+133.6%，单车ASP 11.05万元，同比+2.1%；

2、费用：25Q3销售/行政/研发费用率分别为4.9%/3.2%/6.2%，环比-0.7pct/+0.4pct/-1.4pct；

3、利润：25Q3毛利率14.5%，同/环比+6.4pct/+0.9pct；归母净利润1.5亿元，同比扭亏，环比-6.3%；我们计算公司Q3单车净利0.09万元。25Q1-Q3公司毛利率14.3%，同比+9.4pct，实际净利润1.8亿元，我们计算单车净利0.05万元。

### 经营分析与展望：

1、毛利率符合预期，净利水平环比下降。主要来自净利润板块，Q3公司在销量全面向上的情况下，毛利率环比提升至14.5%，来自汽车业务的规模效应持续提升，是符合预期的，单车ASP也维持稳健；但是净利润环比略微下滑，本季度净利润下滑主要来自：1)费用持续增长，虽然费用率表现平稳甚至下滑，但总额看仍是在持续增长的，尤其研发费用增长迅速；2)其他收入下降。

2、展望后续：预计公司经营持续强势，但需要观望市场贝塔影响。1)伴随Q4冲量效应延续，预计公司月销环比将持续增长；2)26年公司仍处于新车大年，其中的多款车均具备爆款能力；3)公司海外市场表现强势，出海正在持续加速。综合来看，公司处于冲量+强新车周期+强海外开拓中，已经有强劲的经营动能。

我们重申，公司的核心优势是优秀的产品打造能力和较低的制造成本，这一点依旧在延续。但需要注意的是：26年中低端市场预计厮杀激烈，市场需求或将受到影响，但吉利、比亚迪、奇瑞、长安、小鹏及公司均处于强新车周期，也将影响公司的实际表现。

至于公司盈利问题，我们认为在碳积分合作加持下，以及公司的低成本路线下，公司盈利预计仍将稳健，后续伴随规模效应的持续扩大或有进一步体现，建议关注。

### 盈利预测、估值和评级

零跑长期坚持自研自供战略，成本优势持续释放，高度适配市场价格竞争，产品颇具竞争力，同时对外合作贡献增长新空间。我们维持公司25/26/27年销量至57.7/80.2/102.3万辆的销量预期不变，对应营收为661.7/977.9/1168.7亿元，净利润9.2/45.5/72亿元，对应79.7/16.1/10.2倍PE。后续合作业务融入下后续公司盈利预计将持续增长，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,385</b>	<b>16,747</b>	<b>32,164</b>	<b>66,166</b>	<b>97,788</b>	<b>116,869</b>
增长率	295.4%	35.2%	92.1%	105.7%	47.8%	19.5%
主营业务成本	14,296	16,666	29,470	57,657	82,828	98,424
%销售收入	115.4%	99.5%	91.6%	87.1%	84.7%	84.2%
毛利	-1,911	80	2,694	8,509	14,960	18,444
%销售收入	-15.4%	0.5%	8.4%	12.9%	15.3%	15.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,114	1,795	2,138	3,143	4,400	5,025
%销售收入	9.0%	10.7%	6.6%	4.8%	4.5%	4.3%
管理费用	842	858	1,137	1,489	2,054	2,221
%销售收入	6.8%	5.1%	3.5%	2.3%	2.1%	1.9%
研发费用	1,411	1,920	2,896	3,705	5,183	5,843
%销售收入	11.4%	11.5%	9.0%	5.6%	5.3%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	-5,215	-4,373	-3,129	869	4,522	6,989
%销售收入	-42.1%	-26.1%	-9.7%	1.3%	4.6%	6.0%
财务费用	-106	-157	-309	-50	-28	-208
%销售收入	-0.9%	-0.9%	-1.0%	-0.1%	0.0%	-0.2%
投资收益	12	4	42	300	710	1,050
%税前利润	-0.2%	-0.1%	-1.5%	32.6%	15.6%	14.6%
营业利润	-5,280	-4,491	-3,477	172	3,323	5,355
营业利润率	-42.6%	-26.8%	-10.8%	0.3%	3.4%	4.6%
营业外收支						
税前利润	-5,109	-4,216	-2,821	919	4,551	7,197
利润率	-41.3%	-25.2%	-8.8%	1.4%	4.7%	6.2%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-5,109	-4,216	-2,821	919	4,551	7,197
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-5,109</b>	<b>-4,216</b>	<b>-2,821</b>	<b>919</b>	<b>4,551</b>	<b>7,197</b>
净利率	n.a	n.a	n.a	1.4%	4.7%	6.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-5,109	-4,216	-2,821	919	4,551	7,197
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	871	788	11,292	-620	-1,099	-1,523
非经营收益						
营运资金变动	1,456	3,941	0	1,718	7,384	-55,311
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-2,400</b>	<b>1,082</b>	<b>8,471</b>	<b>2,943</b>	<b>11,934</b>	<b>-48,555</b>
资本开支	-1,418	-1,394	-2,151	-2,000	-2,000	0
投资	-26	-3,537	-11,334	-2,310	-2,310	-1,000
其他	152	71	162	697	1,199	1,634
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,292</b>	<b>-4,860</b>	<b>-13,323</b>	<b>-3,613</b>	<b>-3,111</b>	<b>634</b>
股权募资	5,688	7,777	0	0	0	0
债权募资	795	558	-151	800	800	0
其他	-127	217	-352	-77	-100	-112
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>6,355</b>	<b>8,552</b>	<b>-503</b>	<b>723</b>	<b>700</b>	<b>-112</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,611</b>	<b>4,782</b>	<b>-5,353</b>	<b>56</b>	<b>9,525</b>	<b>-48,030</b>

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,949	11,731	6,378	6,434	15,959	-32,070
应收款项	2,070	1,348	1,981	3,860	5,161	0
存货	1,749	1,719	2,023	2,402	2,761	10,936
其他流动资产	2,870	7,671	16,070	26,266	33,009	36,871
流动资产	13,638	22,470	26,453	38,962	56,890	15,737
%总资产	70.8%	79.0%	70.3%	75.6%	80.5%	55.3%
长期投资	30	44	164	174	184	184
固定资产	3,208	3,868	5,537	6,372	7,073	6,189
%总资产	16.6%	13.6%	14.7%	12.4%	10.0%	21.8%
无形资产	868	735	1,187	1,426	1,628	1,429
非流动资产	5,629	5,984	11,194	12,578	13,790	12,708
%总资产	29.2%	21.0%	29.7%	24.4%	19.5%	44.7%
<b>资产总计</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>37,647</b>	<b>51,540</b>	<b>70,681</b>	<b>28,445</b>
短期借款	1,019	1,581	1,266	1,866	2,466	2,466
应付款项	5,987	9,847	18,903	25,625	34,512	0
其他流动负债	2,252	2,526	4,806	10,256	15,157	234
流动负债	9,257	13,954	24,975	37,747	52,134	2,699
长期贷款	773	892	1,108	1,308	1,508	1,508
其他长期负债	978	1,110	1,493	1,493	1,493	1,493
<b>负债</b>	<b>11,009</b>	<b>15,955</b>	<b>27,576</b>	<b>40,548</b>	<b>55,135</b>	<b>5,700</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,259</b>	<b>12,498</b>	<b>10,071</b>	<b>10,992</b>	<b>15,545</b>	<b>22,745</b>
其中：股本	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337	1,337
未分配利润	7,116	11,170	8,734	9,655	14,209	21,408
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>37,647</b>	<b>51,540</b>	<b>70,681</b>	<b>28,445</b>

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-4.89	-3.62	-2.11	0.69	3.40	5.38
每股净资产	7.23	9.35	7.53	8.22	11.63	17.01
每股经营现金净流	-2.10	0.81	6.34	2.20	8.93	-36.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-61.86%	-33.74%	-28.01%	8.36%	29.27%	31.64%
总资产收益率	-26.52%	-14.82%	-7.49%	1.78%	6.44%	25.30%
投入资本收益率	-51.89%	-29.21%	-25.15%	6.13%	23.17%	26.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	295.41%	35.22%	92.06%	105.71%	47.79%	19.51%
EBIT 增长率	-81.83%	16.14%	28.44%	127.76%	420.63%	54.56%
净利润增长率	-79.53%	17.47%	33.10%	132.58%	395.19%	58.15%
总资产增长率	53.82%	47.67%	32.31%	36.91%	37.14%	-59.76%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	35.9	28.1	16.3	11.4	9.1	4.2
存货周转天数	31.5	37.5	22.9	13.8	11.2	25.0
应付账款周转天数	108.1	171.0	175.6	139.0	130.7	63.1
固定资产周转天数	74.7	76.1	52.6	32.4	24.7	20.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-61.86%	-87.36%	-154.26%	-143.65%	-164.14%	94.59%
EBIT 利息保障倍数	-140.9	-60.6	-79.2	11.3	45.1	62.6
资产负债率	57.14%	56.07%	73.25%	78.67%	78.01%	20.04%

来源：零跑汽车年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究