2026 年 04 月 09 日

零跑汽车（09863.HK）

买入（维持评级）

港股公司深度研究

证券研究报告

复盘十年历程，零跑何以领跑？

初创阶段（2015-2019 年）：探索方向、技术底座构建

零跑汽车由安防龙头大华股份的核心创始团队创立，天生自带安防行业的底层技术基因与极其严苛的成本控制思维。公司在创立之初即确立了“全域自研”的长期战略，集中资源投入开发三电系统、电子电气架构等核心技术。2019 年首款车型双门纯电动轿跑 S01 上市，但由于受众面过窄且量产节奏失衡，销量未达预期。S01 虽未能成为爆款，但其验证了公司自研技术的能力，同时促使公司战略重心开始从单纯追求技术转向融合市场需求，这为零跑后续产品线的精准布局与迭代升级奠定了重要的战略基础。

“0-1”阶段（2020-2023 年）：找准定位与初步规模化

汲取 S01 失败教训，零跑迅速调整策略，转向大众刚需代步市场和主流家用市场，2020 年推出的零跑 T03 精准卡位 A00 级精品小车市场，凭借长续航、同级唯一的 L2 级智驾功能等优势成功打开市场，贡献零跑初期 90%以上的销量；随后，零跑延续 T03“越级配置、高性价比”的开发思路，推出 C11、C01 进军 15-20 万主流消费区间。技术方面，公司迎来 LEAP 1.0/2.0 电子电气架构、CTC 底盘一体化技术、自研“凌芯 01”智驾芯片以及 200kW 油冷电驱系统等技术的全面落地，实现从单一零部件自研向系统级架构自研的跃迁。渠道方面，2020-2022 年依托经销商网络完成一、二线核心城市布局，2023 年后启动渠道精细化变革，通过“优胜劣汰”引入更具实力的大型投资人，推动渠道从单纯的规模扩张向高质量经营转型。

“1-10”阶段（2024 年至今）：高端化、全球化、产品矩阵化

在“越级配置、高性价比”产品策略跑通后，零跑将方法论复制到其他车型，通过“平台共用+定位差异”的方式，全面推进 A/B/C/D 四大系列+Lafa5 的全覆盖布局，其中 D 系列为零跑最高级产品序列，在增程/纯电系统、智舱智驾芯片、驾控、舒适配置等方面均搭载最先进技术，支撑零跑品牌向上和产品结构升级。此外，随着公司技术体系的成熟和产品矩阵的持续完善，公司通过与 Stellantis 集团成立合资公司“零跑国际”，开创中国品牌“反向合资、轻资产出海”的新范式，利用其全球销售网络和制造产能实现海外销量的爆发式渗透。在国内外市场双轮驱动下，2025 年零跑汽车交付量接近 60 万台，同比+103%，连续两年销量翻倍，位居新势力销量榜首；实现归母净利润 5.4 亿元，成为第二家实现全年盈利的中国造车新势力。

盈利预测、估值和评级

通过复盘公司 10 余年的发展历程，我们发现公司成功的关键在于其对企业发展节奏的正确把握、用户需求的精准洞察和转化能力、战略的快速调整及高效执行力。考虑公司产品定义能力强、后续强势产品周期有望推动销量持续增长，叠加海外加速放量，后续成长空间充足，我们预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 1043/1304/1558 亿元，归母净利润 41.0/69.4/84.5 亿元，公司股票现价对应 PS 0.7X/0.6X/0.5X。给予公司 26 年 1.0X PS，对应目标价 83.5 港元，维持“买入”评级。

风险提示

新能源行业增速不及预期、行业竞争加剧、国际竞争加剧以及市场环境改变。

汽车组

分析师：徐慧雄（执业 S1130525110005）

xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：杨颖（执业 S1130525110003）

yangying2@gjzq.com.cn

市价（港币）：54.200 元

相关报告：

1.《零跑汽车事件点评：3 月销量超预期，旗舰 SUV 零跑 D19 即将上...》，2026.4.2

2.《零跑汽车 2025 年业绩点评：业绩符合预期，期待后续新车周期及...》，2026.3.17

3.《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...》，2025.11.18



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,164	64,732	104,314	130,381	155,805
营业收入增长率	92.06%	101.25%	61.15%	24.99%	19.50%
归母净利润(百万元)	-2,821	538	4,103	6,940	8,451
归母净利润增长率	33.10%	119.09%	662.13%	69.14%	21.78%
摊薄每股收益(元)	-1.98	0.38	2.89	4.88	5.94
每股经营性现金流净额	6.34	8.88	5.45	4.70	8.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	-28.01%	3.81%	22.55%	27.64%	25.21%
P/E	-14.41	112.76	16.49	9.75	8.01
P/B	3.79	4.30	3.72	2.70	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 初创探索阶段（2015-2019 年）：自研三电、打造首款车型 S01 5
1.1 公司创立：国补、减免购置税等政策相继出台，新能源行业快速发展，大量造车新势力入局 5
1.2 初期准备：确定战略方向、构建底层造车技术能力、建设产能 6
1.3 规划 A0、A00、A 级小车型平台，S01 率先量产 8
1.4 渠道：创新“直营+城市合作伙伴”渠道模式，实现轻资产快速扩张 9
1.5 小结 10
2. “0-1”阶段（2020-2023 年）：找准定位，并在渠道、产品、技术等方面持续发力，打造爆款 T03、C11 10
2.1 快速调整策略转向大众刚需代步市场，推出高性价比精品小车 T03 10
2.2 技术、渠道，零跑全方位发展 13
2.3 产品：完善主流市场布局，推出 C 系列 C11/C01 17
2.4 小结 22
3. “1-10”阶段（2024 年至今）：全球化、高端化、产品矩阵化 22
3.1 产品矩阵化：秉承“好而不贵”产品哲学，推进 A/B/C/D 四大系列+Lafa5 的全覆盖布局 22
3.2 全球化：成立合资公司，打造轻资产出海新模式 29
3.3 渠道：基于“1+N”策略加速拓展，启动新一轮经销商体系改革提质提效 32
4. 零跑汽车成功总结 33
4.1 正确的发展战略 33
4.2 强大的 To C 能力：产品定义能力强，能够捕捉并正确理解和转化用户需求 33
4.3 高效的执行力：快速调整能力、产品推出速度快、投入产出比高 34
5. 盈利预测与投资建议 34
5.1 盈利预测 34
5.2 投资建议 36
风险提示 36

图表目录

图表 1： 2013-2019 年乘用车国补政策标准（单位：万元，公里，%） 5
图表 2： 2012-2019 年新能源乘用车批发总销量（万辆）及同比增速 5
图表 3： 2014-2017 年间成立的造车新势力（不完全统计） 5
图表 4： 零跑初创团队核心人物及履历 6
图表 5： 零跑汽车在技术和产品层面分别对标特斯拉、丰田 6
图表 6： 零跑汽车自研三电系统、智能网联系统、自动驾驶系统等核心部件 7
图表 7： 零跑汽车金华智能制造基地情况梳理 7

图表 8： 2018 年零跑汽车产品规划情况 8
图表 9： 2018 年头部新势力和传统自主车企上市车型 8
图表 10： 2019 款零跑 S01 核心参数配置 8
图表 11： 零跑汽车“直营+城市合作伙伴”渠道模式 9
图表 12： 零跑汽车构建以用户为中心的全生命周期服务体系 10
图表 13： 2015-2019 年零跑汽车在技术、产品、产能方面的积累 10
图表 14： 2020 款零跑 T03 与宏光 MINI EV、奇瑞 Eq1、欧拉黑猫配置对比 11
图表 15： 2016-2022 年我国微型乘用车销量（万辆）及渗透率（右轴） 12
图表 16： 2021 年销量 TOP10 纯电动乘用车 12
图表 17： 2020-2025 年 T03 改款配置对比 12
图表 18： 2015-2024 年零跑汽车技术迭代历程 13
图表 19： 零跑电池架构自研历程 13
图表 20： CTP、CTC 1.0、CTC 2.0 核心技术指标对比 13
图表 21： 零跑电子电气架构迭代历程 14
图表 22： 零跑智能座舱迭代历程 15
图表 23： 零跑各车型智驾芯片迭代情况 15
图表 24： 2023-2024 年零跑汽车 ADAS 配套情况（辆） 15
图表 25： 零跑智能驾驶方案迭代历程 15
图表 26： 零跑门店分城市级别占比 16
图表 27： 零跑 S01 分城市级别销量占比 16
图表 28： 零跑 T03 分城市级别销量占比 16
图表 29： 零跑 C11 EV 分城市级别销量占比 16
图表 30： 2019-2023 年零跑单店销量（辆）及增速 17
图表 31： 2019-2023 年零跑单店营收（万元）及增速 17
图表 32： 2018-2025 年我国新能源乘用车分车型销量分布 17
图表 33： 2021 年销量 TOP10 新能源 SUV 17
图表 34： 2021 款零跑 C11 核心参数配置 18
图表 35： 2021 款零跑 C11 竞品对比 18
图表 36： 2022 款零跑 C01 核心参数配置 20
图表 37： 2022 款零跑 C01 与竞品配置对比 20
图表 38： 2021 年 9 月至 2023 年 12 月零跑 C11 销量 22
图表 39： 2022 年 9 月至 2023 年 12 月零跑 C01 销量 22
图表 40： 零跑旗舰 D 平台六大核心技术 23
图表 41： 零跑 D19、D99 核心参数配置 23
图表 42： 零跑 D19 外观 23

图表 43： 零跑 D99 外观 23
图表 44： 零跑 A10 外观 24
图表 45： 零跑 A05 外观 24
图表 46： 零跑 A10、A05 核心参数配置 24
图表 47： 2021-2025 年零跑 C 系列销量（辆） 25
图表 48： 2021-2025 年零跑 C 系列销量占比 25
图表 49： 零跑 C10、深蓝 S05、阿尔法 T5 配置对比 25
图表 50： 零跑 C16、唐 DM、eπ008 配置对比 26
图表 51： 零跑 B10、B01、Lafa5 上市至今月度销量（辆） 27
图表 52： 零跑 B10、银河 E5、元 PLUS 配置对比 27
图表 53： 零跑 B01、小鹏 MONA M03、秦 L 配置对比 28
图表 54： 零跑 Lafa5、MG4、领克 Z20 配置对比 29
图表 55： 零跑与 Stellantis 的合作模式 30
图表 56： 2021-2025 年 Stellantis 分地区销量（万辆）和市场份额情况 30
图表 57： 零跑分车型出口销量情况（辆） 31
图表 58： 零跑海外产能布局 31
图表 59： 零跑中心、体验中心、服务中心数量变化（家） 32
图表 60： 2019-2025 年零跑国内单店销量（辆）及增速 33
图表 61： 2019-2025 年零跑国内单店营收（万元）及增速 33
图表 62： 零跑汽车在技术、产品、渠道方面的战略变化 33
图表 63： 零跑 C11 人性化细节设计 34
图表 64： 零跑汽车与比亚迪、蔚小理单车 SG&A 对比（万元/辆） 34
图表 65： 零跑汽车与比亚迪、蔚小理单车研发费用对比（万元/辆） 34
图表 66： 零跑汽车业务主要指标预测 35
图表 67： 零跑汽车费用率预测 35
图表 68： 可比公司 PS 估值对比 36

1.初创探索阶段（2015-2019 年）：自研三电、打造首款车型 S01

1.1 公司创立：国补、减免购置税等政策相继出台，新能源行业快速发展，大量造车新势力入局

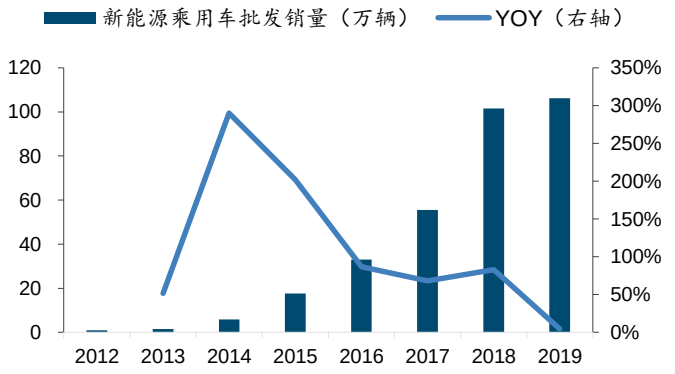
2013-2015 年国补、减免购置税等政策相继出台，新能源行业快速发展。自 2010 年国家下发《关于私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，2010-2013 年新能源市场增长缓慢；为加速新能源市场的发展，特别是撬动私人端对新能源车的需求，2013 年国家出台补贴政策，对纯电乘用车按照纯电续航里程给予 3.5 万-6 万元不等的补贴，2014 年 9 月 1 日起对符合条件的新能源汽车免征 10%的购置税，同时北京、上海、深圳等城市在牌照和限行政策上对新能源汽车予以支持。在各项利好政策驱动下，新能源汽车市场迎来爆发，2013-2019 年新能源车批发销量从 1.5 万辆增长到 106.2 万辆，CAGR 为 103%，渗透率达到 5.0%。

图表1：2013-2019 年乘用车国补政策标准（单位：万元，公里，%）

车型类别	里程数	2013	2014	2015	2016（新标准）	2017	2018	2019
纯电动乘用车（单位：万元）	80≤R<100	3.5	3.325	3.15				
	100≤R<150	3.5	3.325	3.15	2.5	2	1.5	
	150≤R<200	5	4.75	4.5	4.5	2	1.5	
	200≤R<250	5	4.75	4.5	4.5	3.6	2.4	
	250≤R<300	6	5.7	5.4	5.5	4.4	3.4	1.8
	300≤R<400	6	5.7	5.4	5.5	4.4	4.5	1.8
	R≥400	6	5.7	5.4	5.5	4.4	5	2.5
插电式混合动力乘用车（含增程式）	R≥50	3.5	3.325	3.15	3	2.4	2.2	1

来源：财政部、工信部、国金证券研究所

图表2：2012-2019 年新能源乘用车批发总销量（万辆）及同比增速



来源：ifind，国金证券研究所

造车政策性门槛降低，大量造车新势力扎堆入局。2014 年 11 月 26 日，国家发改委发布《新建纯电动乘用车生产企业投资项目和生产准入管理的暂行规定（征求意见稿）》，支持社会资本和具有技术创新能力的企业参与纯电动乘用车科研生产，何小鹏、李斌、沈海寅等互联网背景人士率先入局新能源市场，创立小鹏汽车（2014 年 8 月）、蔚来汽车（2014 年 11 月）、奇点汽车（2014 年 12 月）等新造车品牌。2015 年 5 月 4 日，国家发改委联合工信部发布《新建纯电动乘用车企业管理规定》，正式放开新能源汽车企业生产资质，允许满足有 3 年以上纯电动乘用车的研发基础、具有整车试制能力和完整的纯电动乘用车样车试制条件、试制的纯电动乘用车样车数量不少于 15 辆等条件的企业申请纯电动乘用车生产资质，理想汽车、游侠汽车、乐视汽车、零跑汽车等众多造车新势力加速进场。第一财经数据显示，2018 年新势力造车热度达到巅峰，新势力车企数量最高超 400 家。

图表3：2014-2017 年间成立的造车新势力（不完全统计）

车企	成立时间	创始人	创始人背景	代表车型（早期或首款量产车）
蔚来汽车	2014 年 11 月	李斌	易车网、蔚来公司创始人，汽车行业投资经验丰富，具备深厚的汽车互联网背景	ES8（2017 年 12 月首款量产车），定位高端纯电 SUV
小鹏汽车	2014 年（前身“橙行智动”成立）	何小鹏	UC 优视联合创始人，曾任阿里移动事业群总裁、阿里游戏董事长、土豆总裁，拥有互联网行业技术背景	G3（2018 年 12 月上市），定位智能纯电紧凑型 SUV
理想汽车	2015 年 7 月（前身名为“车和家”）	李想	泡泡网、汽车之家创始人，具备丰富的互联网和汽车行业经验	理想 ONE（2019 年 12 月交付），定位增程六座中大型 SUV
威马汽车	2015 年 1 月	沈晖	曾任吉利控股集团副总裁、沃尔沃全球高级副总裁	EX5（2018 年 9 月交付），定位智能纯电紧凑型 SUV
爱驰汽车	2017 年 2 月	付强	曾任一汽-大众奥迪品牌销售副总经理、上汽大众斯柯达品牌营销事业部执行副总监、沃尔沃汽车（中国）销售有限公司总裁兼首	爱驰 U5（2019 年 12 月上市），定位纯电中型 SUV

车企	成立时间	创始人	创始人背景	代表车型（早期或首款量产车）
			席执行官等	
天际汽车	2015 年 6 月（前身“电咖汽车”成立）	张海亮	曾任上汽大众总经理兼董事、上汽集团副总裁、乐视汽车副董事长兼 CEO	天际 ME7(2020 年上市)，定位高端纯电中型 SUV
奇点汽车	2014 年 10 月	沈海寅	互联网背景，曾任 360 副总裁、金山软件集团副总裁	奇点 iS6(2017 年发布，但最终未实现规模量产)
拜腾汽车	2017 年 7 月	戴雷、毕福康	戴雷曾任华晨宝马汽车有限公司营销高级副总裁、英菲尼迪中国总经理及东风英菲尼迪汽车有限公司总经理；毕福康曾任宝马集团副总裁，领导了宝马 i8 电动超跑项目	M-Byte(2019 年发布概念车)

来源：懂车帝、易车、新浪汽车、CNEV 新能源汽车网、今日头条、有驾、新浪 e 站、网易、36 氪、国金证券研究所

脱胎于大华股份，零跑汽车成立。2015 年，朱江明在西班牙旅行时，从街头的雷诺小型电动车中敏锐捕捉到中国新能源行业变革背后的巨大机会和市场空间，萌生造车想法，同年 12 月便与大华股份、傅利泉等主体共同出资 1 亿元创立零跑汽车，大华股份、傅利泉和朱江明分别持股 33%、32%、20%，其中，大华股份为智慧安防全球第二龙头，以安防 DVR 产品起家，后逐步拓展摄像机、存储、传输设备等产品，在摄像头、AI 算法、芯片集成等方面有较丰富的技术积累；朱江明与傅利泉为大华股份的联合创始人，曾分别担任大华股份的董事长和副董事长；零跑创始团队的 51 人也多数来自大华股份的技术研发骨干，零跑携带浓厚的“大华”基因。

图表4：零跑初创团队核心人物及履历

姓名	职位	履历
朱江明	创始人、董事长兼首席执行官	电子工程师背景，于电子及人工智能技术领域拥有近 30 年经验。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；2008-2010 年加入并任职于摩托罗拉杭州公司；2010 年回到大华技术继续担任董事，直至 2021 年 12 月。2015 年创立零跑汽车，负责公司的整体业务战略和运营。
曹力	执行董事兼高级副总裁	2007 年 6 月获中国浙江理工大学工业设计学士学位；2011-2013 年任留白工贸（上海）有限公司设计总监；2013-2016 年于大华技术担任高级工业工程师；2014 年获德国“红点产品设计大奖（Red Dot Award）”及“iF 产品设计大奖（iF Product Design Award）”；2016 年 2 月加入零跑，现任高级副总裁，负责整车研发、电池研发及制造。
周洪涛	执行董事兼高级副总裁	2001 年 7 月获中国西安电子科技大学电子工程学院工业自动化学士学位；2001-2016 年任职大华技术，负责软件研发，主导完成多个大型软件项目，具备近 20 年软件及汽车电子行业经验；2016 年 2 月加入零跑，现任高级副总裁，负责智能化前瞻技术开发、汽车电子产品开发与制造及信息安全体系管理。

来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 初期准备：确定战略方向、构建底层造车技术能力、建设产能

确定战略方向，坚持“全域自研”，提供极致体验、极致性价比的产品。技术层面学习特斯拉，从底层架构到核心零部件、从智能驾驶到智能座舱，核心技术环节均由企业自主研发完成，以自制来替代与零部件厂商的配合，缩短产品开发周期，实现产品性能的快速迭代。产品层面，基于“全域自研”带来的极强成本控制能力，以成本定价，在质量层面对标丰田，同时要求在颜值、性能、价格等方面不弱于同类产品，实现高性价比、极致体验。

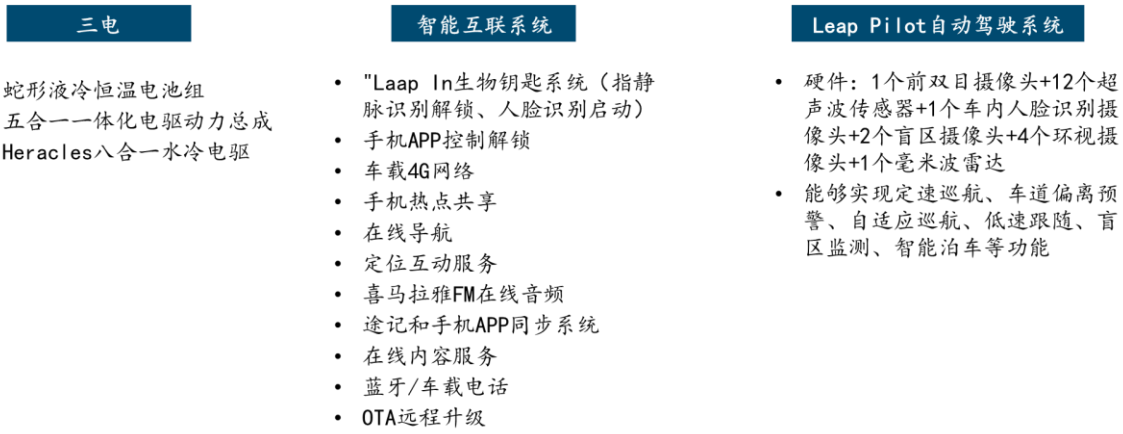
图表5：零跑汽车在技术和产品层面分别对标特斯拉、丰田

维度	学习对象	具体体现
技术	特斯拉	1）坚持核心三电自主研发；2）S01 搭载的自动驾驶技术路线与特斯拉 Autopilot 相同，均采用自动视觉感知+图像处理算法+AI 智能芯片的自动驾驶技术路线。
产品	丰田	1）目标市场相似：服务于最广大的普通家庭用户；2）产品定位相似：要求实用、舒适、易用，大多数人买得起，具备高性价比；3）质量对标丰田，确保安全可靠、耐用。

来源：零跑汽车公众号、新浪汽车、智能汽车与自动驾驶公众号等、国金证券研究所

自研三电系统、智能网联系统、自动驾驶系统等核心部件，构建智能电动汽车完整自主研发能力。根据零跑汽车官网数据，截至 2019 年 4 月 25 日，公司共获得 224 项已授权发明专利，实用新型专利达到 170 项，成功自主研发三大整车平台以及“三电”系统、智能网联系统、智能驾驶系统三大核心技术，例如五合一一体化电驱动力总成、八合一水冷电驱、Leap Pilot 自动驾驶系统、Leap On 智能车机系统等，成为全球继特斯拉之后第二家拥有电动汽车完整自主研发能力的厂家。

图表6：零跑汽车自研三电系统、智能网联系统、自动驾驶系统等核心部件



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

落地金华建设智能化生产基地，合作长江汽车解决资质困扰，实现从研发设计到生产的制造闭环。为实现自主生产、保障产品品质与产能，2017 年公司在浙江金华启动制造基地，总投资 25 亿元，占地 551 亩，厂房面积约 23 万平方米，涵盖冲压、焊装、涂装、总装及三电(电池、电机、电控)生产车间，可满足精益化生产要求，并兼顾出口市场所需生产能力，柔性生产线可实现 S、T、C 三大平台多车型共线生产，一期产能规划 5 万辆/年、总产能规划 25 万辆/年。2018 年公司推进 S01 量产时，遇到新能源生产资质审批暂停的困境，零跑虽具备生产能力但无销售资格；2018 年底，工信部公布《道路机动车辆生产企业及产品准入管理办法》，鼓励道路机动车辆生产企业之间开展研发和产能合作，允许符合规定条件的道路机动车辆生产企业委托加工生产，零跑与长江汽车达成代工合作，核心三电部件、白车身、电子电器零部件由公司自产，长江汽车负责零跑 S01 最后的总装工序，解决资质困扰。

图表7：零跑汽车金华智能制造基地情况梳理

维度	情况
项目	零跑汽车金华智能制造基地
地址	浙江金华新能源汽车小镇
投资金额	25 亿元
占地面积	551 亩
产能	一期产能 5 万辆/年，总产能 25 万辆/年
建设进展	2017 年 3 月开工建设；2018 年 6 月工厂封顶并开始设备进驻调试；2018 年 10 月焊装车间生产线组装调试完毕、首批 S01 白车身下线；2021 年该工厂首台整车（T03 舒享版）下线。
车间情况	工厂建设严格按照工业 4.0 高标准执行，五大车间均使用自动化生产线，自动化率达到 95%。1）三电车间：拥有电池装配车间、电驱装配车间、电子装配车间，能够承担电池 PACK、电机总成、控制器、摄像头、大灯等自研产品的生产。2）冲压车间：配备自动连续高效冲压水线，由机器人输出，全面实现自动化生产，自动化率对标大众工厂。3）焊装车间：采用 75 套国际一流品牌自动机器人，焊接主线实现柔性生产，最多可适配 4 个平台；车顶采用激光焊接工艺及设备；白车身输送全部采用滚床滑撬形式；焊缝精度可控在 0.25mm 内。4）涂装车间：喷涂线采用 46 台德国进口 DURR 机器人，涵盖 UBC、UBS、开门、喷漆等工艺；涂装线整体采用美国 GRACO 输调漆系统，可实现自动调漆、输漆、自动喷漆、换色。5）总装车间：采用进口机器人涂胶、安东系统、MAS 系统及进口检测设备。

来源：零跑汽车官网、浙商杂志等、国金证券研究所

1.3 规划 A0、A00、A 级小车型平台，S01 率先量产

1.3.1 产品路线：错位布局，从小车型做起，规划 A0、A00、A 级车型平台

避开新势力密集布局的 SUV 赛道，从走量的小型车切入市场。考虑到 1）2018 年，新势力陆续进入密集上市期，蔚来、小鹏、理想、哪吒等主要布局 SUV 赛道，推出蔚来 ES8、小鹏 G3、理想 ONE、哪吒 N01 等首款量产车；比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车积极应对竞争，推出元 EV、瑞虎 3xe EV、帝豪 GSe EV 等；2）SUV 相比轿车在同等条件下更耗电，在当时电动车续航最长仅 300-400km 的技术能力下，电动 SUV 的性价比难以做到最大化，零跑选择从走量的轿车和小型车做起，规划“从 A0 到 A00 再到 A 级、B 级，逐渐推出中大型电动汽车”的产品路线，开发 T 平台（A00 级）、S 平台（A0 级）和 C 平台（A 级、B 级）。

图表8：2018 年零跑汽车产品规划情况

进展	车型	定位	工信部综合续航（KM）
量产车型	零跑 S01	两门四座电动轿跑	300+
在研车型	零跑 T03	四座 A00 级电动车	310+
规划车型	零跑 C11	纯电动 SUV	510+

来源：易车、国金证券研究所

图表9：2018 年头部新势力和传统自主车企上市车型

品牌	车型	定位	指导价(万元)	轴距(mm)	工信部纯电续航里程(2018 款)	上市/交付时间
蔚来	ES8	纯电动大型 SUV	44.8/54.8	3010	355km	2018 年 6 月开始交付
理想	理想 ONE	增程式电动中大型 SUV	32.8	2935	180km	2018 年 10 月正式发布，2019 年 12 月开始交付
小鹏	小鹏 G3	纯电动紧凑型 SUV	15.58-19.98	2610	351/365km	2018 年 12 月正式上市并启动交付
比亚迪	全新一代唐 DM	插电混动中型 SUV	23.99-32.99	2820	81/100km	2018 年 6 月上市
	元 EV360	纯电动小型 SUV	7.99-9.99	2535	305km	2018 年 5 月上市
	秦 Pro DM/EV	插混/纯电紧凑型轿车	插混 14.99-20.69；纯电 16.99-29.99	2718	插混车型 80km；纯电车型 420km	2018 年 9 月上市
奇瑞	瑞虎 3xe	纯电动小型 SUV	9.38-17.08	2555	351/401km	2018 年 3 月上市
	艾瑞泽 5e	纯电动紧凑型轿车	11.98-15.98	2670	401km	2018 年 11 月上市
长城	欧拉 iQ	纯电动紧凑型跨界车	18.88-20.48	2615	360km	2018 年 8 月上市
	WEY P8	插电混动中型 SUV	29.28-31.28	2950	50km	2018 年 4 月上市
吉利	帝豪 EV450	纯电动紧凑型轿车	19.33-23.83	2650	300/400km	2018 年 3 月上市
	帝豪 GSe	纯电动紧凑型 SUV	11.98-14.58	2700	353km	2018 年 6 月上市

来源：懂车帝、理想汽车官网等，国金证券研究所

1.3.2 落地产品：率先布局电动轿跑市场，A0 级车 S01 量产

推出 A0 级轿跑 S01，产品外观个性、智能化配置丰富，定位年轻人的第一辆车或家庭的第二辆车。零跑 S01 2017 年 11 月亮相、2019 年 1 月正式上市，共 4 款车型，定位 A0 级两门四座电动轿跑，官方零售价 18.99-22.99 万元、补贴后售价 10.99-14.99 万元，产品以较低价格门槛实现个性化与科技感的兼得：1）外观设计个性、运动化：15 万元内少有的双门四座电动轿跑，提供无框车门、Coupe 溜背造型等个性设计；2）搭载前沿智能技术：在同级中率先搭载 Leap Pilot 智能驾驶系统，配备指静脉解锁和人脸识别启动，支持车辆召唤、自动跟随、自动泊车等 11 项智能驾驶功能；3）动力性能较优：搭载高度集成化自研 Heracles 电驱系统，与宝马 i3 电驱总成相比减少 30%重量、40%体积，最大功率 125kW、峰值扭矩 250N·m、零百加速仅 6.9s，动力输出线性、加速轻快。

图表10：2019 款零跑 S01 核心参数配置

	380 标准版	460 标准版	380 PRO	460 PRO
官方指导价（万元）	11.99	13.99	13.99	15.99
车身尺寸&轴距（mm）	车身 4075x1760x1380、轴距 2500			

	行李箱容积（L）	237			
	动力	电动机最大功率 125kW、最大扭矩 250N·m			
智能驾驶系统	1 个前双目摄像头+12 个超声波传感器+1 个车内人脸识别摄像头，CCS 定速巡航系统、APS 智能泊车系统	√	√	√	√
	2 个盲区摄像头+4 个环视摄像头+1 个毫米波雷达、ACC 自适应巡航、LSF 低速跟随、LKA 车道保持辅助系统	×	×	√	√
智能互联系统	人脸识别启动、手机 APP 控制系统、车载 4G、OTA 远程升级	√	√	√	√
	指静脉解锁	×	×	√	√
安全装置	行车记录仪、前后泊车雷达、动态辅助线系统	√	√	√	√
	辅助驾驶影像	倒车影像		360° 全景影像	
内饰/座椅	10.1 英寸液晶仪表屏+10.1 英寸中控屏，主驾座椅高低、前后、靠背角度调节，副驾座椅前后、靠背角度调节，前排扶手	√	√	√	√
	真皮方向盘、前排真皮座椅、主副驾座椅电动调节功能、主驾座椅记忆功能	×	×	√	√

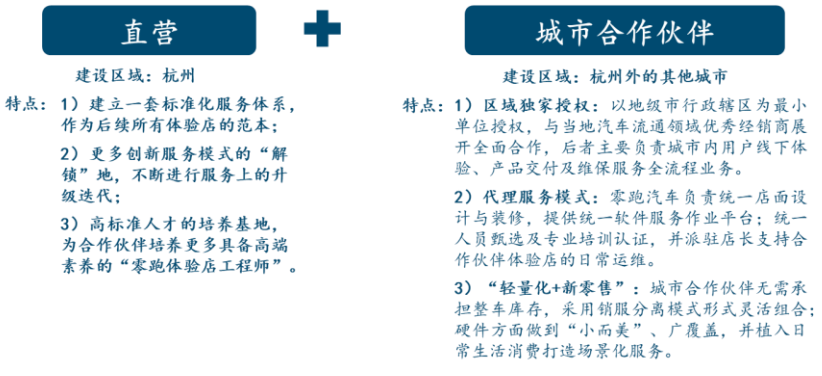
来源：懂车帝、电动邦公众号、国金证券研究所

轿跑定位小众、实用性低，首款车型 S01 受挫。据交强险数据，2019-2021 年零跑 S01 销量分别为 1086/1009/794 辆，3 年累计销量不到 3000 辆，最终于 2022 年退市。我们认为，零跑 S01 市场受挫主要源于以下三方面因素：①产品设计与主流市场需求错配：2019 年新能源乘用车渗透率不到 5%，大众消费者对新能源车的可靠性存疑，且目标客群中多数 90 后等年轻人尚未购买第一台车，首选更倾向于燃油车；对于家庭用户，零跑 S01 轴距仅 2.5m、车内空间狭小，轿跑造型使得后排腿部和头部空间均较为局促，同时后排座椅设计较为平直、未配备头枕，车型设计更适合双人乘坐，较难满足多人口家庭的出行需求。②定位过于小众+缺乏品牌积累➡产品受众规模小：2019 年前后新能源纯电动乘用车消费主要向 SUV 和 A 级轿车转移，A0/A00 级轿车市场份额逐步收缩，叠加过于小众的轿跑定位、零跑作为新品牌尚未建立市场认知，零跑 S01 能够圈定的客群规模小。③量产节奏失衡：零跑 S01 于 2019 年 1 月发布，直至当年 7 月才启动批量交付，较长的交付周期影响销售势头与客户信心。

1.4 渠道：创新“直营+城市合作伙伴”渠道模式，实现轻资产快速扩张

确立“直营+城市合作伙伴”混合模式，轻资产高效覆盖一线及新一线城市。2018 年 9 月，零跑正式对外公布“直营+城市合作伙伴”的全新商业模式，在杭州本土建立自己的直营店，作为标准化服务体系的样板间、创新服务模式的“解锁”地以及高素质人才的培养基地；在其他城市以地级市行政辖区为最小区域单位，寻求当地优秀汽车经销商伙伴，零跑全面负责店面的设计和装修、提供统一软件服务作业平台、进行店员甄选和专业培训认证、派驻店长支持体验店日常运维，合伙人负责包括用户线下体验、产品交付、维修等在内的用户产品全生命周期服务。2018 年 11 月，全国首家零跑直营体验中心落地杭州；截至 2019 年末，零跑汽车已在 50 多座城市开设近 80 家体验/服务网点，并在 30 座城市与高品质新零售平台合作，覆盖杭州、广州、成都、天津、常州、南京、郑州、武汉等全国主流城市。

图表 11：零跑汽车“直营+城市合作伙伴”渠道模式



来源：车云公众号、国金证券研究所

线上线下深度融合，提供从“选车➡拥车➡用车”的全生命周期服务体系。1）选车环节：用户可通过线上平台（如零跑 APP 或官网）获取车辆信息、个性化配置方案及智能推荐服务，同时享受多种支付方式和一站式商城服务；线下体验店提供实车试驾、专业讲解等服

务，帮助用户更直观地了解产品。2）购车环节：支持线上下单、线下交付的模式，用户可随时通过 APP 查看订单进度，并自由选择送车上门或到就近门店提车，简化购车流程，避免传统购车中的繁琐环节。3）用车环节：基于智能网联技术（如“Leap Cloud 零云系统”），为用户提供 24 小时紧急救援、代驾服务、智能充电、高精地图导航等服务；同时，通过车辆信息管理平台实时监测车辆状态，实现故障预警和远程诊断，提升用车安全性与便利性。

图表12：零跑汽车构建以用户为中心的全生命周期服务体系



来源：车云公众号、国金证券研究所

1.5 小结

该阶段，零跑汽车初步完成技术体系、生产能力、产品策略及组织战略的框架搭建。创业初期，公司依托大华股份的产业资源与人才基础，构建了以自主研发为核心的竞争壁垒，成功推出自主三电系统、Leap Pilot 智能驾驶系统及 Leap On 智能网联系统等关键技术，初步形成完整自主研发能力。产能方面，公司通过自建金华工厂实现核心三电、白车身及电子电器零部件的自主生产，并协同长江汽车完成总装代工，初步形成“自研+自造”的闭环交付体系。2019 年，首款量产车型 S01（双门纯电跑车）正式上市，标志着公司整车研发与制造能力的落地验证；然而，受限于轿跑细分市场受众狭窄、品牌认知度不足及产品实用性较弱等因素，S01 销量未达预期。S01 的试错促使公司战略重心开始从单纯追求技术实现转向融合市场需求；团队深刻认识到“能造车≠能卖车”，产品定义必须围绕真实用户场景与主流价格带展开，这一认知迭代为零跑后续产品线的精准布局与迭代升级奠定重要的战略基础，也为公司在 2020 年后快速切入大众市场、推出爆款车型提供关键的组织学习与应变能力储备。

图表13：2015-2019 年零跑汽车在技术、产品、产能方面的积累

维度	具体内容	意义
技术	确立“全域自研”战略，自主研发三电（电池、电机、电控）、智能驾驶（Leap Pilot）、智能网联（Leap On）等核心技术，形成完整自主研发能力。	技术自研赋能产品持续快速迭代，是后续实现“顶配平价”的成本控制根基。
产品	规划 T、S、C 三大平台产品线；推出 A0 级电动轿跑 S01，完成从设计、研发到量产交付的全流程闭环验证。	S01 验证整车研发能力；T、C 平台规划为后续 T03 和 C11 的推出奠定平台基础。
产能	自建金华智能制造基地、通过长江汽车代工解决早期生产资质问题。	金华工厂成为后续自主生产的核心基地，支撑 2020 年后 C11 等车型的规模交付。

来源：国金证券研究所

2. “0-1”阶段（2020-2023 年）：找准定位，并在渠道、产品、技术等方面持续发力，打造爆款 T03、C11

2.1 快速调整策略转向大众刚需代步市场，推出高性价比精品小车 T03

零跑 T03 为 A00 级纯电微型车，定位家庭第二辆代步车或年轻人的首辆通勤车。零跑 T03 于 2020 年 5 月上市，共 3 款车型，补贴后售价 6.58-7.58 万元；在同类微型车细分市场产品中，零跑 T03 在续航、空间、智能驾驶等方面具备显著优势：1）长续航：采用 36.5kWh 的宁德时代 NCM811 三元锂电池，NEDC 续航 403km，超过同期 A00 级主流车型 NEDC 续航 300km 左右的水平；2）大空间：拥有超越同级的前排腿部及后排头部空间，分别达到 1017mm 和 978mm，后排座椅可 1:1 整体放倒、实现 210L-508L 可扩容后备箱空间；3）L2 智能驾

驶下放：A00 级纯电小车中唯一实现 L2 级自动驾驶辅助功能的车型，搭载 3 摄像头+1 毫米波雷达+11 超声波雷达，能实现包括 APS 智能泊车系统、ACC 自适应巡航系统、LSF 低速跟随系统等在内的 10 项自动驾驶辅助功能。

图表 14：2020 款零跑 T03 与宏光 MINI EV、奇瑞 Eq1、欧拉黑猫配置对比

车型	零跑 T03 2020 款 400 豪华版	五菱宏光 MINIEV 2020 款 悦享款	奇瑞 Eq1 小蚂蚁 2020 款 4 座女王版	欧拉黑猫 2021 款 405km 长续航型
官方指导价（万元）	7.58	3.88	7.88	8.48
上市时间	2020.05	2020.07	2020.03	2020.07
车身尺寸(mm)	3620×1652×1577	2917×1493×1621	3200×1670×1590	3495×1660×1560
轴距（mm）	2400	1940	2150	2475
车身结构	5 门 4 座两厢车	3 门 4 座两厢车	3 门 4 座两厢车	5 门 4 座两厢车
电池容量（kWh）	38	13.8	30.6	37
工信部纯电续航里程（km）	403	170	301	405
最大功率（kW）	55	20	30	45
最大扭矩（N·m）	155	85	120	130
驱动方式	前置前驱	后置后驱	后置后驱	前置前驱
行李箱容积（L）	210-508	741	-（无参数）	200-872
刹车辅助、车身稳定系统	√	×	√	√
车道偏离预警、车道保持辅助系统、疲劳驾驶提醒	√	×	×	×
前方碰撞预警、主动刹车	√	×	×	√
主副驾安全气囊	√	×	√	√
前驻车雷达	√	×	×	×
倒车影像	√	×	√	√
自适应巡航、自动泊车入位	√	×	×	×
不可开启全景天窗、皮质方向盘	√	×	√	×
副驾座椅电动调节、前排扶手	×	×	√	×
主驾座椅高低调节	√	×	×	√
后排杯架、后排电动车窗	√	×	×	×
中控屏尺寸(英寸)	10.1	×	10	9
面部识别	√	×	×	×
卫星导航系统、导航路况信息展示、蓝牙/车载电话、车联网、语音识别控制系统	√	×	√	√
扬声器数量(个)	4-5	1	4	4
内置行车记录仪	√	×	×	√

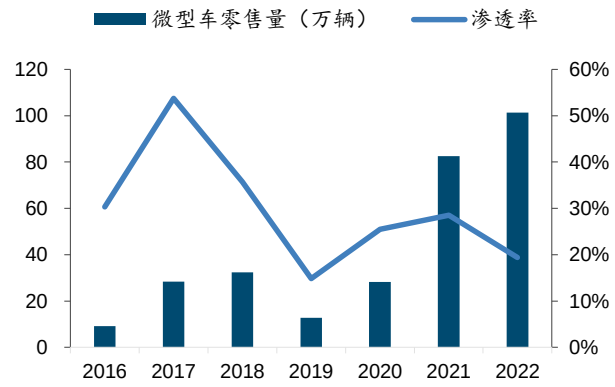
来源：懂车帝、国金证券研究所

T03 精准定位市场缺口、性价比超高，成为公司首款“走量车型”，助力公司初步打开市场。根据交强险数据，2020 年上市当年，T03 销量达 0.66 万辆，占零跑汽车总销量的 87%，远超 S01 的 1009 辆；2021 年，T03 销量为 3.94 万辆，跻身于 2021 年造车新势力单一纯电动车型 C 端上险量 Top5，贡献公司 90%的销量。

我们认为，T03 成功主要在于其精准定位市场缺口和极高的性价比：

①踩中新能源微型车崛起风口：在“双积分”政策压力下，微型纯电动汽车因生产成本和技术要求相对偏低，成为车企获取积分的方式之一，以上汽通用五菱为代表的车企通过推出宏光 MINI EV 等低价微型车，精准解决城市短途通勤的痛点，重新拉动微型车市场规模和渗透率提升。

图表15：2016-2022年我国微型乘用车销量（万辆）及渗透率（右轴）



来源：交强险、国金证券研究所

图表16：2021年销量TOP10纯电动乘用车

制造商	车型	定位	价位	销量（万辆）		
				2020	2021	2022
上汽通用五菱	**宏光Mini EV**	**微型车**	**10万以下**	**11.6**	**39.0**	**41.0**
特斯拉中国	Model Y EV	中型SUV	20-30万	0.0	17.1	31.7
特斯拉中国	Model 3 EV	中型车	20-30万	6.9	15.1	12.5
比亚迪汽车	汉 EV	中大型车	20-30万	2.1	7.9	11.5
广汽乘用车	埃安S EV	紧凑型车	10-20万	-	7.2	6.0
奇瑞汽车	**小蚂蚁 EV**	**微型车**	**10万以下**	**-**	**7.1**	**9.2**
长城汽车	**欧拉黑猫 EV**	**微型车**	**10万以下**	**3.2**	**6.9**	**2.6**
长安汽车	**奔奔E Star EV**	**微型车**	**10万以下**	**1.0**	**6.4**	**8.1**
小鹏汽车	小鹏P7 EV	中型车	20-30万	1.5	6.0	5.9
上汽集团	**科莱威 EV**	**微型车**	**10万以下**	**1.1**	**4.7**	**4.1**

来源：交强险、国金证券研究所

②精准定位市场缺口，以越级配置提供高性价比精品小车选择：2020年新能源国补持续退坡，尤其规定续航里程低于300公里的车型不再享受补贴，此前依赖补贴、续航短、品质差的微型电动车逐步出清，市场缺乏优质微型车供给；零跑T03采用5门四座设计，大空间、403km长续航，实用性高，且定价6-8万、精准卡位宏光MINI EV（5万以下）的“基础代步”市场与欧拉黑猫（7-10万）的“精品小车”市场之间，提供“高性价比品质小车”的新选择。

③技术全域自研保障产品快速迭代与成本优势。零跑自研电驱、电池管理使T03能够快速适配不同容量的电池包，如2021年将电机从55kW升级至80kW、2022年新增40kW电机的选择；自研Leap Pilot系统使T03能根据成本灵活增减硬件配置。此外，全域自研利于公司将成本优先投入到核心部件、削减成本高的外采配置，保障产品性价比，如2023-2024年T03顶配指导价虽然从8.99万元降至6.99万元，但依然保留80kW电机、403km续航等配置，保障车型在续航、空间、安全这三个微型车核心价值点的竞争优势。

图表17：2020-2025年T03改款配置对比

对比维度	2020-2021款	2022-2023款	2024-2025款	趋势
指导价	2020款：5.98-7.58万 2021款：5.98-7.68万	2022款：6.89-9.95万 2023款：5.99-8.99万	2024款：4.99-6.99万 2025款：5.99-6.99万	先升后降：前期因配置堆砌价格上涨，后期为应对价格战降价。
车身&轴距	3620*1652*1577/1592mm，轴距2400mm	3620*1652*1592/1605mm，轴距2400mm	3620*1652*1592/1605mm，轴距2400mm	车高有微调，其他不变。
三电与续航	• 电机：55/80kW • 电池：38/41kWh • 续航：工信部403km	• 电机：40/55/80kW • 电池：21.6/31.9/38/41/41.3kWh • 续航：工信部200/310/403km	• 电机：40/55/80kW • 电池：21.6/31.9/41.3kWh • 续航：工信部200/310/403km	电机功率、电池容量、最高续航里程显著提升。
智能驾驶	• 基础版：无 • 高配版：定速巡航、自适应巡航	• 基础版：无 • 高配版：搭载L2级LeapPilot，含ACC、LKA、AEB等	• 大幅精简，全系回归倒车影像+定速巡航，高阶智驾全部取消	核心减配项：为控制成本，将高阶智能驾驶作为选装或完全取消。
智能座舱	• 10.1英寸中控屏 • 基础车联网	• LeapmotorOS • 部分车型搭载人脸识别启动	• LeapmotorOS(持续迭代) • 取消人脸识别	有增有减：系统持续更新，但生物识别等特色功能被精简。

来源：懂车帝、国金证券研究所

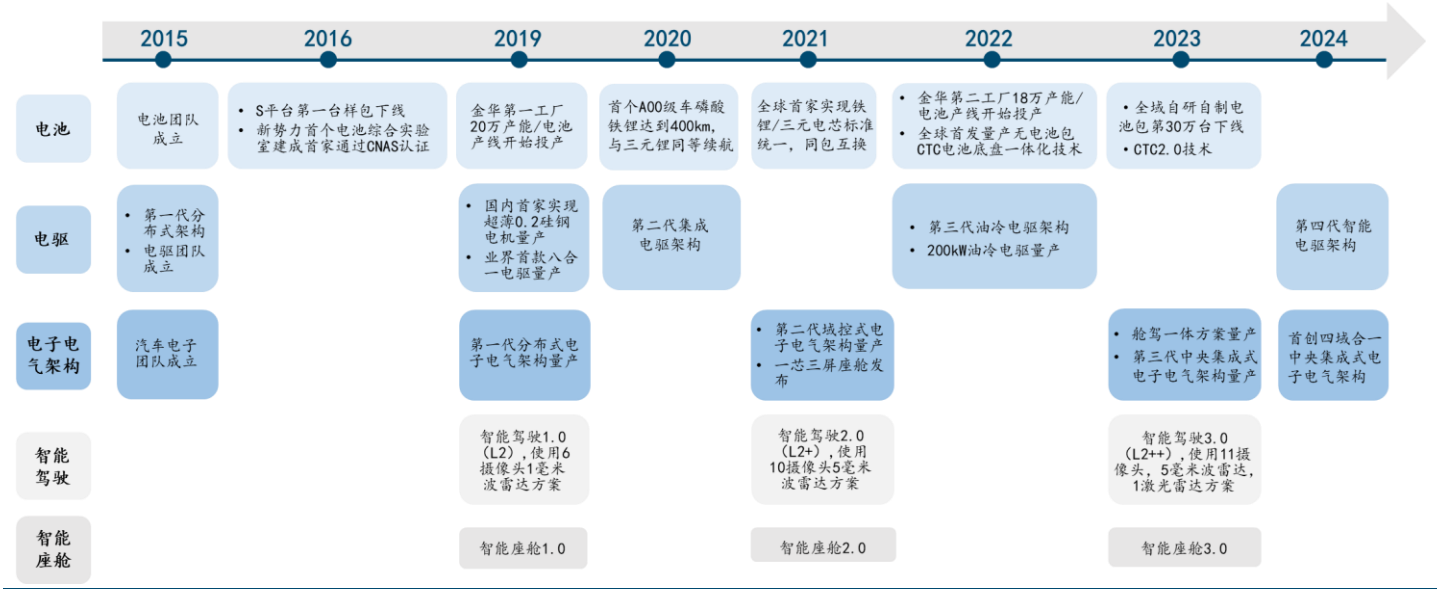
T03为品牌生存之基、转型之始。T03的市场热销首次验证了零跑产品在主流消费市场的竞争力，并直接推动公司融资进程的突破：2021年1月完成43亿元B轮融资，同年8月再获45亿元C轮融资，全年融资规模超100亿元，有力缓解公司初期的资金压力，为后续研发与产能扩张奠定基础。与此同时，T03为公司积累了宝贵的首批规模化用户群体，初步构建品牌的市场基盘。更重要的是，T03的推出推动公司组织战略思维从过往的“以技术研发为导向”逐步转向“以用户需求与价值创造为核心”，并在此过程中逐步形成“在

主流价格带提供无可争议的越级价值与超高性价比产品”的清晰产品战略，后续推出的C11、C01等车型正式该战略精准落地的成果。

2.2 技术、渠道，零跑全方位发展

2.2.1 技术：“全域自研”体系不断深化，从三电拓展到智能座舱、辅助驾驶、中央域控电子电气架构

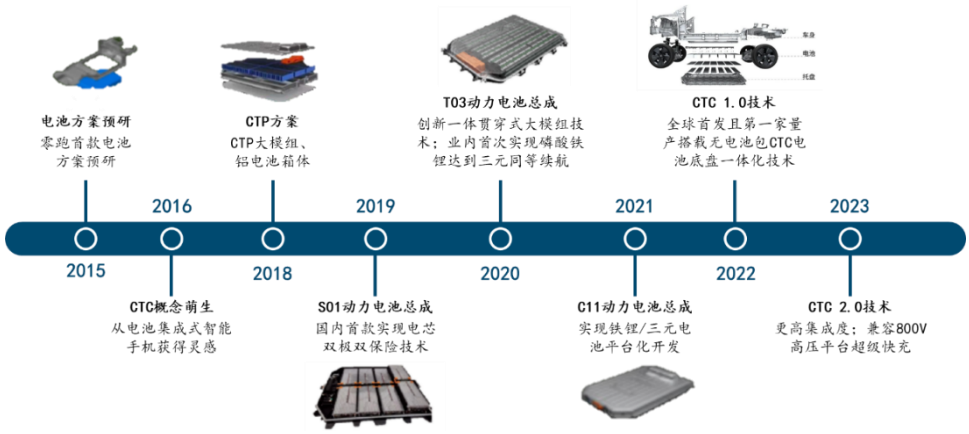
图表18：2015-2024年零跑汽车技术迭代历程



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

电池：自研电池包→CTC底盘一体化，从集成到结构创新。坚守于全域自研战略，S01、T03等车型电池包均为公司自主研发，在此过程中公司掌握了基于电芯，制造整个模组、电池包和BMS的技术能力，叠加在车身、底盘设计等架构设计方面的积累，2022年公司发布CTC 1.0，成为国内首家实现电池底盘一体化技术量产应用的企业。CTC 1.0技术取消传统电池包上盖板，将电芯模组直接集成在车身底板上，使车身底盘结构成为电池包的外部壳体，较传统方案，电池布置空间+14.5%、车身扭转刚度+25%、零部件数量-20%、生产成本降低约15%。2023年CTC升级2.0版，采用无电池包、无模组技术，较1.0方案，零部件数量-10%、重量-5%，并兼容800V高压平台。

图表19：零跑电池架构自研历程



来源：零跑汽车公众号、皆电公众号、国金证券研究所

图表20：CTP、CTC 1.0、CTC 2.0核心技术指标对比

	CTP	CTC 1.0	CTC 2.0
技术原理	电芯成包，外挂在车下	电芯集成于底盘，无上盖	电芯集成于底盘，无上盖无模组
体积利用率	65%	75%	79%

	CTP	CTC 1.0	CTC 2.0
零部件数量	1X	20%	28%
结构件成本	1X	15%	27%
整车扭转刚度	1X	25%	48%
系统轻量化	1X	10%	15%
系统安全性	/	不起火，不爆炸 60min 无热扩散	不起火，不爆炸 720min 无热扩散

来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

电驱：水冷电驱→油冷电驱，在能量管理、电驱寿命、性能输出等方面持续突破。2022 年，公司推出自研 200kW 油冷电驱系统，相比水冷电驱 CLTC 效率提升 3%，续航提升 6%；2023 年推出全球首个圆/扁线、中/高压兼容的全新智能油冷电驱平台，可为整车提供持续功率最大超过 80kW，连续零百加速性能无衰减，次数是水冷电驱十倍以上，静谧达到国际领先水平（60km 时速下电驱噪音低至 76dB，较同级低 5-9dB），设计寿命≥60 万公里、远高于国内外同级新能源汽车电驱。

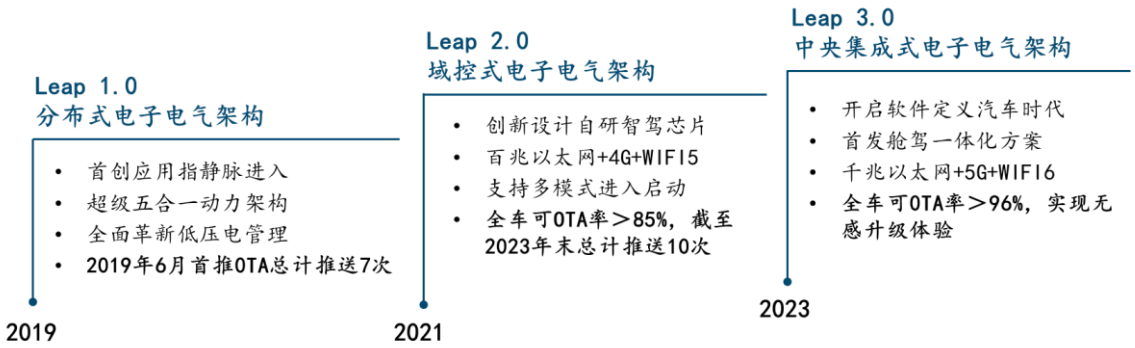
电子电气架构：LEAP 架构 1.0→3.0，实现从分布式到中央集成、从区域控制到全域智能的跃迁。

1）LEAP1.0 架构：2019 年发布，分布式电子电气架构，拥有一体化大模组电池、八合一水冷电驱以及首创的人脸识别座舱等先进配置，实现 L2 级别智能驾驶，但存在线束过长、算力不足且分散、软件功能迭代困难、软硬件耦合深等分布式架构的通病。零跑 S01、T03 基于此平台打造。

2）LEAP2.0 架构：2021 年发布，域集中式架构，允许更快速的 OTC 升级，实现更高算力，同时还拥有 CTC 电池底盘一体化技术、高性能油冷电驱、首创一芯三屏智能座舱，智能驾驶级别提升至 L2+。零跑 C01、C11 基于此平台打造。

3）LEAP3.0 架构：2024 年 1 月发布，四叶草中央集成式电子电气架构，通过一颗 SOC+一颗 MCU 芯片实现座舱、智驾、动力、车身四域合一。该架构的亮点在于①硬件高度标准化，可灵活兼容不同芯片方案（如高通 8295/8155，NXP S32G 等），使整车通用化率达到行业最高的 88%，可覆盖 A0-C 级车型产品；②软硬件完全解耦，支持无感式、秒级完成的整车 OTA，真正实现“软件定义汽车”；③高度集成，ECU 控制器数量从域控式架构的 42 个降至 28 个，线束长度从域控式的 1850m 缩短至 1500m，带来显著的物料成本、装配成本下降和可靠性提升。

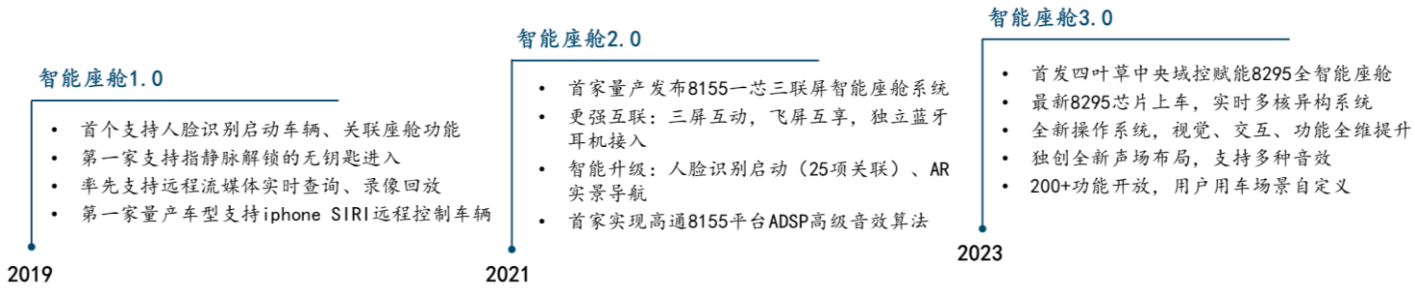
图表21：零跑电子电气架构迭代历程



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

智能座舱：1.0→3.0，硬件平台、软件架构、交互体验全面升级。零跑智能座舱 1.0 采用非车规级的高通 MSM8953 座舱芯片，搭载于零跑 S01、T03，构建在分布式电子电气架构之上，主要实现基础功能的电子化集成，通过中控大屏整合车辆控制、多媒体娱乐和导航等核心功能，并开创性地引入指静脉解锁无钥匙进入、人脸识别启动等便捷技术；2021 年发布的 C11/C01 采用智能座舱 2.0，使用第三代高通骁龙 SA8155P 车规级芯片，率先量产“一芯三联屏”方案，并配备科大讯飞 3.5 代语音交互、副驾独立蓝牙模块等亮点配置；2024 年发布的 C10/C16 等车型采用智能座舱 3.0，使用高通 SA8295P 芯片，NPU 算力达 30TOPS、为 8155 芯片的 7.5 倍，车机流畅度和系统响应灵敏度提升，同时搭载 Leapmotor OS 4.0 操作系统，应用思必驰全新一代语音交互系统，支持免唤醒、60s 连续对话、各地方言识别等功能，唤醒和识别速度大幅提升。

图表22：零跑智能座舱迭代历程



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

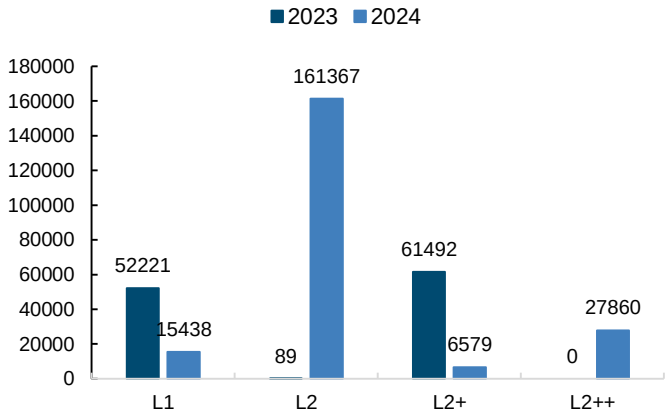
智能驾驶：早期自研“凌芯 01”实现硬件自主可控，后期通过“底层硬件开放合作+核心算法自研”快速迭代智驾能力。2020 年，零跑发布并量产中国首款具有完全自主知识产权的车规级 AI 智能驾驶芯片“凌芯 01”，采用 28nm 制程，算力为 4.2TOPS，支持接入最多 12 路摄像头，实现 L2 级基础辅助驾驶功能（ACC、LCC、AEB 等），产品先后搭载在零跑 C11、C01 等车型上；2024 年后，零跑的智驾策略转变为“软件算法自研+硬件开放合作”，硬件开始采用英伟达 Orin-X、高通骁龙 8295、高通骁龙 8650 等高算力芯片平台，提供更强的性能基础，同时持续优化从感知算法（识别车辆、行人、红绿灯）、决策逻辑（判断变道、避让）到控制执行（调整油门、刹车）的全链路技术，推动功能从 L2 向 L2+、L2++ 升级，陆续推送高速导航辅助驾驶、通勤智能领航辅助、停车场记忆泊车、远程泊车辅助等高阶智驾功能。

图表23：零跑各车型智驾芯片迭代情况

上市时间	C11	C01	C10	C16	B10	B01
2021年	凌芯01*2	/	/	/	/	/
2022年	/	凌芯01*2	/	/	/	/
2023年	凌芯01*2	凌芯01*2	/	/	/	/
2024年	Orin X	凌芯01*2	Orin X	Orin X	/	/
2025年	高通骁龙8650	/	高通骁龙8650	高通骁龙8650	高通骁龙8650	高通骁龙8650

来源：零跑汽车、懂车帝、国金证券研究所；注：“/”表示当年无上市车型

图表24：2023-2024 年零跑汽车 ADAS 配套情况（辆）



来源：盖世具身智能、国金证券研究所

图表25：零跑智能驾驶方案迭代历程

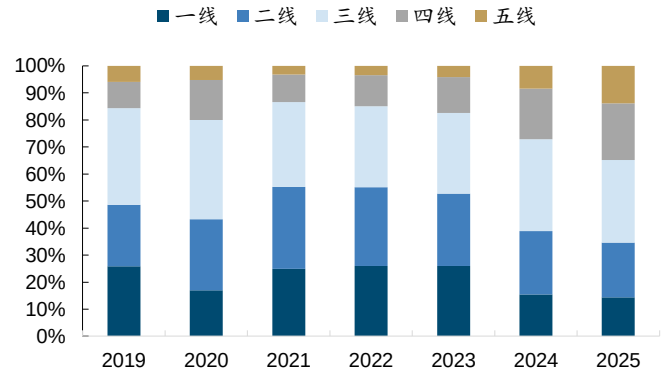


来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

2.2.2 快速完成销量密集的中高线城市布局，启动渠道调整向精细化转型

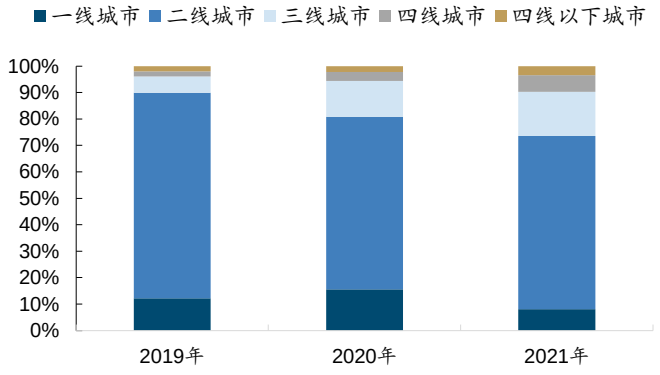
2020-2022 年聚焦产品主销区域快速扩店，渠道数量增长超 5 倍。根据交强险数据，2020-2022 年，零跑 T03、C11 等车型主销区域为一二线限行限牌城市及三线城市。零跑以“直营+城市合作伙伴”模式，聚焦产品主销区域加速开店；根据奥德思网络数据，2020-2022 年，零跑门店数量从 95 家增至 582 家，其中一、二线城市占比分别从约 17%/26%提升至 26%/29%。

图表26：零跑门店分城市级别占比



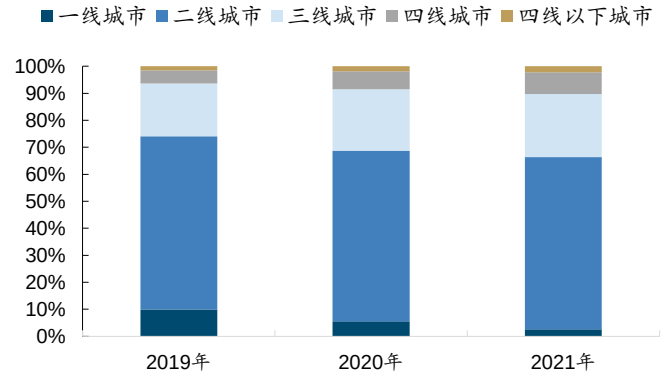
来源：奥德思网络、国金证券研究所

图表27：零跑 S01 分城市级别销量占比



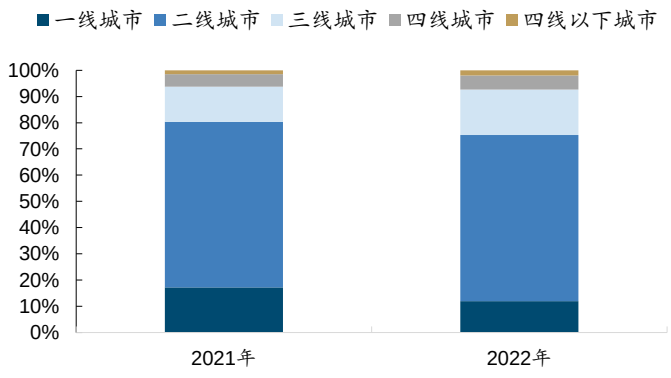
来源：交强险、国金证券研究所

图表28：零跑 T03 分城市级别销量占比



来源：交强险、国金证券研究所

图表29：零跑 C11 EV 分城市级别销量占比

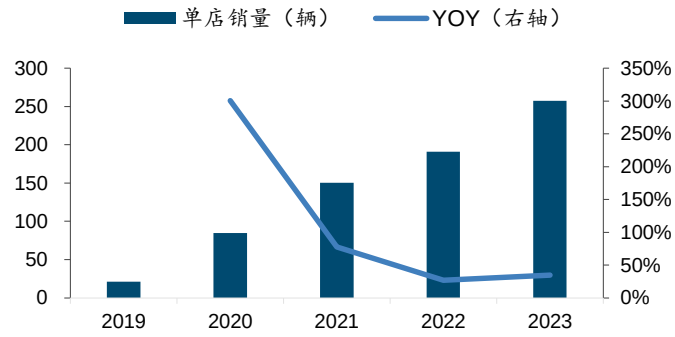


来源：交强险、国金证券研究所

提出“1+N”经销商网络模式，持续拓展和优化渠道布局。“1+N”指以 1 个具备 4S 服务能力的区域中心为核心，辐射支撑多个（“N”）商超或城市展厅，保持直营对服务质量和价格体系的把控，又借助经销商的本地资源实现高效渗透，最终形成价格透明、响应快速、服务灵活的用户体验闭环。

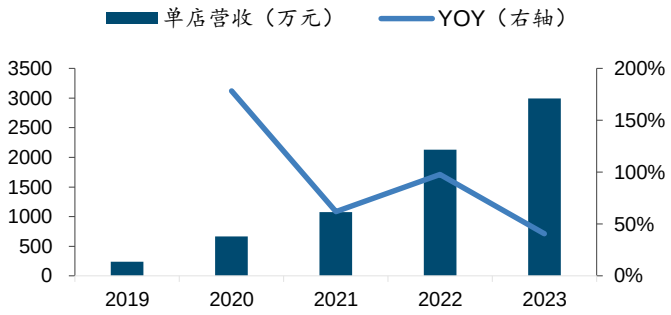
2023 年启动渠道变革，经销商“优胜劣汰”，增加集合销售、交付、服务的门店。2022 年，零跑门店合伙人仍以“小型投资人”为主，拥有 1-2 家门店的投资人占比超 80%，众多小型投资人的加盟可以形成渠道的快速扩张，但同时也具备较高的渠道风险。2023 年初经销商“反水”事件促使零跑加速优化投资者结构，优化相对较弱的小经销商，引入更多优秀、规模更大、能力更强的经销商，奥德思网络数据显示，2023 年末拥有 1-2 家门店的投资人占比已降至 50%以下。在门店端，围绕“1+N”模式，零跑加速体验中心布局，支撑品牌认知度的快速提升，同时推进建设集合销售、交付、服务的零跑中心，承接体验中心带来的流量，减少服务中心门店。根据公司公告，截至 2023 年末，零跑门店数量共 560 家，同比减少 22 家，2023 年单店销量 257 台、同比+34.8%，单店营收 2990 万元、同比+40.5%，经营效率提升。

图表30：2019-2023 年零跑单店销量（辆）及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表31：2019-2023 年零跑单店营收（万元）及增速



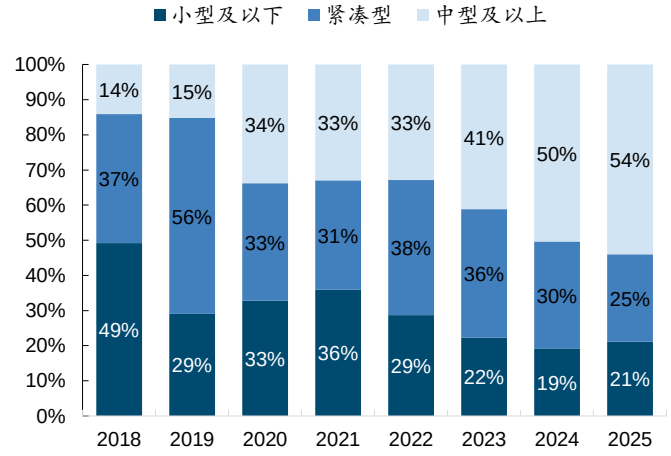
来源：公司公告、国金证券研究所

2.3 产品：完善主流市场布局，推出 C 系列 C11/C01

2.3.1 背景

新能源汽车市场呈“哑铃型”结构，10-20 万主流消费市场存在优质 SUV 供给空白。根据交强险数据，2021 年，我国新能源乘用车市场 A0+A00 级车型和 B 级及以上车型贡献主要销量，销量占比分别为 36%/33%，其中微型车市场由宏光 MINI EV、奇瑞小蚂蚁、长城欧拉黑猫、长安奔奔 EV 主导，B 级及以上市场主要由 Model Y、理想 ONE、比亚迪汉 EV、小鹏 P7 等中高端车型占据。10-20 万元价格区间的 A 级主流消费市场的优质新能源车供给较少，尤其是 SUV 市场，2021 年销量 TOP30 车型中仅 10 款为 A 级车，其中 A 级 SUV 仅有比亚迪宋 PLUS DM、埃安 Y EV、小鹏 G3 EV。

图表32：2018-2025 年我国新能源乘用车分车型销量分布



来源：交强险、国金证券研究所

图表33：2021 年销量 TOP10 新能源 SUV

制造商	车型	定位	价位	2021 年 销量（万辆）	2021 年 市场份额
特斯拉中国	Model Y EV	中型 SUV	20-30 万	17.1	6.3%
理想汽车	理想 ONE EREV	中大型 SUV	30-40 万	9.1	3.3%
比亚迪汽车	宋 PLUS DM	紧凑型 SUV	10-20 万	6.4	2.3%
合众新能源	哪吒 V EV	小型 SUV	10 万以下	4.6	1.7%
比亚迪汽车	唐 DM	中型 SUV	20-30 万	4.6	1.7%
蔚来汽车	蔚来 ES6 EV	中型 SUV	30-40 万	4.1	1.5%
比亚迪汽车	元 Pro EV	小型 SUV	10-20 万	3.5	1.3%
广汽乘用车	埃安 Y EV	紧凑型 SUV	10-20 万	3.1	1.1%
蔚来汽车	蔚来 EC6 EV	中型 SUV	30-40 万	3.0	1.1%
小鹏汽车	小鹏 G3 EV	紧凑型 SUV	10-20 万	2.9	1.0%

来源：交强险、国金证券研究所

零跑单一低端车型依赖度高，品牌抗风险能力有限，亟需品牌向上巩固生存。在 C11 推出前，零跑仅有 S01、T03 两款在售车型，其中 T03 销量占比 85%+，公司单一车型依赖度极高；同时，由于 T03 单车售价不到 10 万，利润空间有限，难以形成有效的盈利支撑，公司整体盈利能力较弱，亟需通过品牌向上突破，切入 10-20 万主流消费市场，推出更高价值车型，借助规模效应和更高成交均价提升盈利能力。

2.3.2 推出 C11/C01 覆盖 15-20 万元市场，性价比智能化均领先

C11 定位中型纯电 SUV，越级满配、极致性价比。零跑 C11 于 2021 年 9 月上市，共 3 款车型，补贴后售价 15.98-19.98 万元，主打跨级尺寸、越级硬件、满配科技：1）越级尺寸：轴距 2930mm 远超同期同价位中型纯电 SUV；2）越级性能和续航：配备公司自研前后双油冷电驱，最大功率 400kW，最大扭矩 720N·m，实现 4 秒级零百加速；搭载最高 90 度大容量电池，实现 NEDC 续航 610km；3）越级智能：配备 Leap Pilot 3.0 智能驾驶辅助系统，采用两颗公司自研凌芯 01 芯片，算力达 8.4T、是当时 Mobileye EyeQ4 方案的 3-4 倍，

搭载 11 个摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波雷达等 28 个传感器，交付即实现 ACC 自适应巡航、AEB 自动紧急制动系统、FCW 前方碰撞预警等 10 项功能，后续还可通过 OTA 升级实现包括 LCC 车道居中辅助、手离方向盘预警在内的 12 项功能；4）豪华配置下沉：全系标配无框车门、高清三联屏、前排双层静音玻璃、后排隐私玻璃、前双叉臂后五连杆等高端车配置。

图表34：2021 款零跑 C11 核心参数配置

车型	豪华版	尊享版	性能版
指导价（万元）	15.98	21.58	23.58
车身尺寸（mm）	4750x1905x1675		
轴距（mm）	2930		
工信部纯电续航（km）	510	610	550
电池容量（kWh）	76.6	89.55	89.97
最大功率（kW）	200	200	400
最高车速（km/h）	170	170	170
零百加速时间（s）	7.9	7.9	4.5
驱动形式	后置后驱	后置后驱	双电机四驱
安全性	全系标配刹车辅助、并线辅助、车道保持辅助等功能，搭载前排安全气囊、侧安全气囊、侧安全气帘		
辅助驾驶	全系搭载 2 颗凌芯 01 芯片，标配 360° 全景影像、全速自适应巡航、自动泊车入位、上坡辅助等功能，配备前后驻车雷达		
自动变道辅助、匝道自动驶出（入）、前车驶离提醒	×	×	✔
车机芯片	高通骁龙 8155		
车道居中保持、主动式 DMS 疲劳检测	×	×	✔
豪华配置	全系搭载可开启全景天窗、车顶行李架、无框车门、真皮方向盘、多层隔音玻璃、前排手机无线充电、6 个扬声器，配备 10.25 英寸全液晶仪表+12.8 英寸中控屏+10.25 英寸副驾驶屏幕		
主驾座椅记忆功能	×	✔	✔
AR 实景导航、4G 网络、多指飞屏操控、K 歌功能	×	✔	✔

来源：懂车帝、汽车之家、国金证券研究所

根据交强险数据，2021-2025 年零跑 C11 销量分别为 3733/43963/75145/83385/92049 辆，销量稳步提升。**我们认为 C11 成功主要在于其对市场供给空缺的精准把握，产品无明显短板+越级配置、性价比极高，基于用户需求持续迭代升级：**

1）填补 15-20 万元主流市场中型纯电 SUV 的供给空白。截至 2021 年末，10-20 万市场推出的纯电车型共 142 款，其中 SUV 共 57 款，且多数为紧凑型和小型 SUV，中型纯电 SUV 仅 8 款，分别为零跑 C11 EV、大蚂蚁 EV、奇瑞蚂蚁 EV、创维 EV6 EV、天美 ET5 EV、创维 ET5 EV、Euniq 6 EV、捷途 X70S EV，优质中型纯电 SUV 供给较少。

2）“水桶车”，在 15-20 万价格区间做到没有明显短板，且在智能、空间、续航等多个维度实现越级配置。零跑 C11 并非在某个单一领域做到极致，而是通过全域自研带来的成本控制能力，将所有核心维度的配置都拉高到远超同价位竞品的水准，如 2930mm 超长轴距、标配豪车级的前双叉臂+后五连杆独立悬架、610km 超长续航、搭载接近 L3 级的智驾硬件、无框车门等豪华配置，是没有明显短板的“全能选手”，精准满足了当时主流市场用户的普适性需求：要大空间、要好底盘、要长续航、要高配置、要智能科技，还要价格亲民。

图表35：2021 款零跑 C11 竞品对比

车型	零跑 C11 2021 款豪华版	埃安 LX 2022 款 PLUS 80 智尊版	极狐阿尔法 T 2021 款 653S	Model Y 2021 款标准续航后驱版	大众 ID.4 X 2021 款 Pure+纯净长续航版	福特电马 2021 款 无疆后驱长续航版	宋 PLUS EV 2021 款尊贵型	天美 ET5 2020 款 智健合一版 续航 520km	蔚来 ES6 2020 款 420KM 运动版
类型	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV	BEV

车型	零跑 C11 2021 款豪华版	埃安 LX 2022 款 PLUS 80 智尊版	极狐阿尔法 T 2021 款 653S	Model Y 2021 款标准续航后驱版	大众 ID.4 X 2021 款 Pure+纯净长续航版	福特电马 2021 款 无疆后驱长续航版	宋 PLUS EV 2021 款尊贵型	天美 ET5 2020 款 智健合一版续航 520km	蔚来 ES6 2020 款 420KM 运动版
定位	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
指导价	15.98	28.66	26.23	29.184	22.0	28.2	18.68	19.88	35.8
轴距	2930	2920	2915	2890	2765	2984	2765	2800	2900
工信部纯电续航（km）	510	650	653	525	555	619	505	520	420
电动机总功率（kW）	200	180	160	220	150	224	135	150	320
前悬挂形式	双叉臂式	麦弗逊式	麦弗逊式	双叉臂式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	双叉臂式
360°全景影像	√	√	×	×	×	√	√	√	√
自适应巡航、全速自适应巡航	√	√	√	√	×	√	×	√	×
自动泊车入位	√	√	×	×	×	×	×	√	×
可开启全景天窗	√	×	√	×	×	×	√	√	√
无框设计车门	√	×	×	√	×	×	×	×	×
真皮方向盘	√	√	×	×	×	×	×	×	√
方向盘电动调节	×	√	√	√	×	×	×	×	√
液晶仪表尺寸（英寸）	10.25	12.3	12.3	×	5.3	10.2	12.3	12.3	9.8
中控屏尺寸（英寸）	12.8	15.6	20.3	15	12	15.5	12.8	12.8	11.3
副驾屏幕尺寸（英寸）	10.25	×	×	×	×	×	×	×	×
手机无线充电	√	√	×	√	×	√	×	√	√
主驾座椅调节	×	头枕/腰部/腿托	头枕/腰部	腰部	头枕/腰部	头枕/腰部	×	头枕	头枕/腰部
副驾座椅调节	×	头枕	头枕	×	头枕/腰部	头枕/腰部	×	头枕	头枕/腰部
主驾座椅记忆	×	√	√	√	×	×	×	×	×
AR 实景导航	×	√	×	×	×	×	×	×	×
扬声器数量（个）	6	10	8	15	5	6	6	8	7
前排隔音玻璃	√	√	√	√	×	×	×	×	√

来源：懂车帝、国金证券研究所

3）基于用户需求持续打磨产品。上市以来，零跑 C11 通过建立“批评官”制度和用户投票决策机制，将方向盘握感、座椅发泡硬度、后排靠背角度、门把手设计等细微处的用户反馈，逐一转化为量产车的改进方案，如 2021 款 C11 正式上市车型较预售时全系新增前排双层静音玻璃、座椅通风加热功能、副驾手机投屏、可翻折手机专属支架选择等实用配置，2024 款 C11 将隐藏式门把手改为弹出式门把手；2026 款 C11 后排座椅增加靠背 27°/32°两级调节、座垫加长 36mm、柔软度提升 17%，座椅舒适度提升。

延续 C11“越级满配”思路，打造中大型纯电轿车 C01。零跑 C01 于 2022 年 9 月上市，定位 20 万级中大型纯电轿车，提供 5 款配置。C01 与 C11 基于同平台 C 架构打造，车长 5.05m、轴距 2.93m，搭载全球首发量产 CTC 电池底盘一体化技术，CLTC 综合工况续航里程高达 717km，四驱高性能版零百加速最快达 3.66s，兼顾长续航与高性能；采用高通骁龙 8155 车机芯片，搭载 10.25 英寸全液晶仪表+12.8 英寸中控屏+10.25 英寸副驾驶屏幕；智能驾驶方面，搭载两颗凌芯 01 芯片，全系标配前后驻车雷达、360°全景影像、全速自适应巡航、自动泊车以及 L2 级别的辅助驾驶。

图表36：2022款零跑C01核心参数配置

车型	后驱标准续航版	后驱长续航版	后驱超长续航版	四驱双电机性能版	四驱双电机高性能版
指导价（万元）	19.38	20.98	23.18	25.18	28.68
车身尺寸（mm）	5050x1902x1509				5050x1902x1515
CLTC综合续航（km）	525	606	717	630	630
电池容量（kWh）	62.8	78.54	90	90	90
最大功率（kW）	200	200	200	400	400
最高车速（km/h）	180	180	180	180	180
零百加速时间（s）	7.7	7.5	7.2	4.3	3.66
行李箱容积（L）	496				
座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	真皮	真皮
扬声器（个）	6	6	6	6	12
方向盘加热、自动防眩目内后视镜	×	×	×	×	✔
二排座椅电动调节、主驾座椅腰部调节、二排座椅靠背角度调节、前排座椅通风和按摩、二排座椅加热	×	×	×	×	✔
安全性	全系标配刹车辅助、并线辅助、车道保持辅助、车道居中保持等功能，搭载前排安全气囊、侧安全气囊、侧安全气帘				
辅助驾驶	全系搭载2颗凌芯01芯片，标配360°全景影像、全速自适应巡航、自动变道辅助、自动泊车入位、上坡辅助等功能，配备前后驻车雷达				
车机芯片	高通骁龙8155				

来源：懂车帝、国金证券研究所

根据交强险数据，2022-2025年零跑C01销量分别为4230/22989/21224/8155辆，我们认为C01销量表现平淡的核心原因在于：缺乏高端品牌力支撑其定价、竞品车型降价导致C01性价比优势被削弱。

1）C01缺乏品牌价值支撑，仅靠偏高的定价难以突破中高端轿车市场。不同于低端市场消费者更关注性价比和功能性，中高端市场消费者对价格的敏感度相对较低、更注重品牌稀缺性、知名度和形象；在C01推出前，公司产品的定价均在20万以下，且10万级别的T03仍为销量主力、C11在摸索爬坡阶段，零跑品牌积淀不足，难以支撑C01突破20万元以上的中高端轿车市场。

2）竞品具备先发优势，同时竞品车型降价导致C01性价比优势被削弱。根据交强险数据，2022年纯电轿车市场份额主要被特斯拉Model3、比亚迪汉EV、小鹏P7占据；与Model3对比，C01在乘坐空间、续航、辅助驾驶、车内屏幕配置等方面具备优势，多了真皮方向盘、后排隐私玻璃等，在动力、座椅配置方面具备劣势，少了电动后尾门；与比亚迪汉EV对比，C01在乘坐空间、辅助驾驶等方面具备优势，多了真皮方向盘、AR实景导航等，在续航、屏幕尺寸、座椅配置、扬声器数量方面具备劣势，少了电动后尾门、HUD、可开启全景天窗等；与小鹏P7对比，C01在续航方面具备优势，多了副驾屏幕、AR实景导航、后排隐私玻璃等，在乘坐空间、动力、中控屏尺寸、座椅配置、扬声器数量方面具备劣势，少了记忆泊车功能、自动防眩目内后视镜等。综合看，零跑C01在各方面表现均衡，价格优势明显；但由于竞品上市时间早于C01、已先抢占市场，叠加C01上市后次月特斯拉宣布降价、原材料成本上涨致C01正式上市时指导价较预售上调1万元以上，C01性价比降低，竞争力减弱。

图表37：2022款零跑C01与竞品配置对比

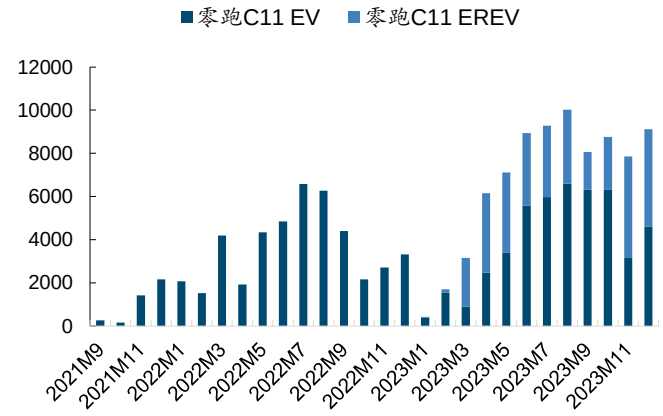
	零跑C01 2022款 后驱 长续航版	特斯拉Model 3 2022款 后轮驱动版	汉EV 2022款 创世版 715KM尊荣型	小鹏P7 2022款 586E
官方指导价（万元）	20.98	23.19	27.18	28.09
上市时间	2022.9	2021.11	2022.4	2022.5
车身尺寸(mm)	5050x1902x1509	4694x1850x1443	4995x1910x1495	4880x1896x1450
轴距（mm）	2930	2875	2920	2998

	零跑 C01 2022 款 后驱 长续航版	特斯拉 Model 3 2022 款 后轮驱动版	汉 EV 2022 款 创世版 715KM 尊荣型	小鹏 P7 2022 款 586E
电池容量（kWh）	78.54	60	85.4	70.8
工信部纯电续航里程（km）	606	556	715	586
最大功率（kW）	200	194	180	196
最大扭矩（N·m）	360	340	350	390
最高车速（km/h）	180	225	185	170
零百加速时间（s）	7.5	6.1	7.9	6.7
并线辅助、主动式 DMS 疲劳检测	√	√	×	√
360° 全景影像	√	×	√	√
自动变道辅助、匝道自动驶出（入）、自动泊车入位	√	×	×	√
记忆泊车	×	×	×	√
真皮方向盘	√	×	×	√
液晶仪表尺寸（英寸）	10.25	×	12.3	10.25
中控屏尺寸（英寸）	12.8	15	15.6	14.96
副驾屏幕尺寸（英寸）	10.25	×	×	×
电动后尾门	×	√	√	×
HUD、老板键	×		√	×
主驾座椅腰部调节、副驾座椅高低调节	×	√	√	√
二排座椅加热	×	√	×	×
AR 实景导航	√	×	×	×
自动防眩目内后视镜	×	√	×	√
后排隐私玻璃	√	×	√	×
主驾膝部气囊、后排侧安全气囊、方向盘电动调节、记忆和加热功能、主副驾座椅头枕调节、副驾座椅腰部调节、可开启全景天窗	×	×	√	×
扬声器数量（个）	6	8	12	8
车外摄像头数量（个）	10	8	6	12
车内摄像头数量（个）	1	1	1	0
超声波雷达数量（个）	12	12	8	12
毫米波雷达数量（个）	5	1	1	5

来源：懂车帝、国金证券研究所

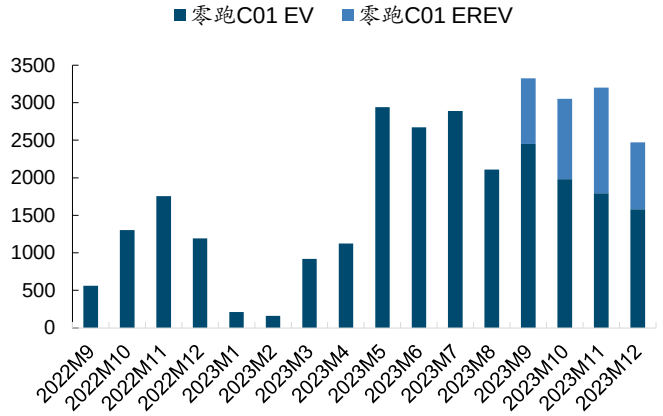
外购增程器快速量产 C11/C01 增程版，进一步提升产品销量。早在 2022 年零跑便洞察到增程动力车型在国内市场的巨大潜力，并迅速入局；通过外购增程器，2023 年 2 月即推出首款增程版车型零跑 C11 增程版，以最快速度实现“纯电+增程”双动力布局；同年 9 月，零跑 C01 和 C11 超级增程版车型同步上市，增程器从 1.2T 三缸升级到 1.5T 四缸，油耗降低、纯电续航更长，且两款增程车型的最高售价均低于同系列纯电车型，以更低的购车成本解决用户续航焦虑。在增程版车型的加持下，零跑 C11 和 C01 销量显著增长，根据乘联会数据，C11 单月交付量于 2023 年 8 月首次破万，C01 月均交付量从 1000 辆左右提升至 3000 辆。

图表38：2021 年 9 月至 2023 年 12 月零跑 C11 销量



来源：乘联会、国金证券研究所

图表39：2022 年 9 月至 2023 年 12 月零跑 C01 销量



来源：乘联会、国金证券研究所

2.4 小结

2020-2023 年，零跑汽车完成核心技术体系的搭建和主流市场突破，初步实现规模化，为后续产品打造与全球化布局提供可复制的路径。技术层面，公司“全域自研”战略持续深化，自研 CTC 底盘一体化技术并迭代至 2.0 版，自研 200kW 油冷电驱系统、LEAP 3.0“四叶草”中央集成架构，自研智能辅助驾驶芯片“凌芯 01”并成功量产上车。生产制造方面，公司获取独立生产资质，彻底摆脱代工依赖，实现完全自主生产。产品布局方面，遵循“用户价值至上”的理念，依托自研领先技术，零跑先后开发 T03、C11 和 C01；其中，T03 精准把握微型车市场机遇成功突围，为公司赢得市场声量和现金流，并初步验证“聚焦主流市场”战略的正确性；C11 凭借极致性价比和越级配置，上市至 2023 年底累计销量突破 12 万辆，使零跑在 15-20 万主流市场初步站稳脚跟，也为后续 C10、C16、B10 等车型提供可复制的发展路径；C01 上市补全公司“SUV+轿车”的双线产品矩阵。在多款车型的共同发力下，2023 年零跑全年交付量达 14.4 万辆，汽车业务首次实现全年毛利率转正、达 0.5%，销量与现金流的正向表现为公司后续研发投入和全球化扩张提供充足底气。

3.“1-10”阶段（2024 年至今）：全球化、高端化、产品矩阵化

3.1 产品矩阵化：秉承“好而不贵”产品哲学，推进 A/B/C/D 四大系列+Lafa5 的全覆盖布局

3.1.1 打造旗舰 D 平台及旗舰车型 D19/D99，冲击高端化

发布旗舰 D 平台，在动力、智能化、驾控、安全和舒适实现创新突破。D 平台是零跑最先进技术成果的集中体现，搭载旗舰增程系统（80.3kWh 超大电池、增程 CTC 技术、800V 快充）、旗舰纯电技术（1000V 三电系统、115kWh“超混体系电芯”）、智舱智驾（双高通 SA8797 芯片、支持驾舱一体、VLA 辅助驾驶系统等）、旗舰驾控（3 电机矢量控制、配备双腔闭式空悬+CDC 减振、LMC 2.0 底盘系统）、全场景安全防护（AEB 制动工作区间 4-150km/h、AES 避让工作区间 80-130km/h）及豪华舒适配置（杜比全景音响、AR-HUD、车规级氧舱等）六大核心技术，以百万级产品体验，支撑零跑品牌向上和产品结构升级。

图表40：零跑旗舰 D 平台六大核心技术



来源：芝能汽车、国金证券研究所

D19：定位全尺寸旗舰 SUV，提供六座/七座布局，4 月 16 日上市。零跑 D19 车长 5252mm、轴距 3110mm，尺寸超越问界 M9 和理想 L9，内饰配备 17.3 英寸悬浮大屏+10.25 英寸全液晶仪表+60 英寸 AR-HUD，后排配 21.4 英寸 3K 吸顶娱乐屏，搭载智能冷暖冰箱、折叠小桌板、阅读灯/壁灯等；车机内置高通骁龙双 8797 芯片，总算力达 1280TOPS；动力方面，增程版采用 800V 平台和 80.3kWh 电池组，CLTC 纯电续航 500km；纯电版采用 1000V 平台和 115kWh 电池组，CLTC 纯电续航 720km；辅助驾驶方面，搭载双激光雷达和 VLA 大模型，支持 L2+级辅助驾驶功能，可实现高速 NOA、城市 NOA、自动泊车、车位到车位等功能。

D99：定位中大型 MPV，2026 年 3 月工信部申报亮相，预计 2026 年年内上市。零跑 D99 长 5280mm、轴距 3110mm，略短于理想 MEGA、岚图梦想家等 MPV；提供增程和纯电双动力版本，增程版基于 800V 高压平台，搭载 1.5T 发动机+双电机增程系统，配备 80.3kWh 电池，工信部纯电续航 352km；纯电版基于 1000V 高压平台，搭载前后双电机（180kW/230kW），匹配宁德时代 115kWh 电池组；智能化方面，采用双高通 8797 芯片，配合舱驾一体中央域控架构，支持端侧大模型座舱与 VLA 辅助驾驶。

图表41：零跑 D19、D99 核心参数配置

车型	定位	动力类型	尺寸（mm）	轴距（mm）	电池容量（kwh）	工信部纯电续航（km）	发动机功率（kw）	电动机功率（kw）	馈电油耗（L/100km）
D19	全尺寸旗舰 SUV	PHEV	5252*1995*1780	3110	80.3	370	95	前 100+后 200/300	6.7
		BEV	5252*1995*1780	3110	-	-	×	前 180+后 230/360	×
D99	科技豪华旗舰 MPV	PHEV	5280*1995*1800/1900	3110	80.3	352	100	前 100+后 200	6.72
		BEV	5280*1995*1800/1900	3110	-	-	×	前 180+后 230	×

来源：工信部、懂车帝、国金证券研究所

图表42：零跑 D19 外观



来源：零跑汽车官网、国金证券研究所

图表43：零跑 D99 外观



来源：零跑汽车官网、国金证券研究所

3.1.2 拓展 A 系列，切入 10 万内小型车市场

A 系列（A10、A05）：高端配置向下普及，夯实销量基础。A 系列主打“智能性价比”，以“小而全、小而优”为核心，将原本集中在中高端车型的智能与舒适配置，如激光雷达、L2+级智驾、CTC 2.0 电池技术等，引入 10 万内市场。

图表44：零跑 A10 外观



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

图表45：零跑 A05 外观



来源：工信部、国金证券研究所

A10：定位 10 万级纯电动小型 SUV，空间百变、配置丰富，实用性高。零跑 A10 于 2026 年 3 月 26 日上市，车长 4270mm、轴距 2605mm、得房率 88.1%，后备箱空间 602-1549L，配备 106L 下沉储物舱，全车储物空间累计 34 处；车内配备 8.8 英寸全液晶仪表+14.6 英寸 2.5K 悬浮式中控屏、12 个扬声器；辅助驾驶方面，全系标配高通 SA8295 座舱芯片和 SA8650 辅助驾驶芯片，其中高配版搭载激光雷达，可支持车位到车位全场景智驾；动力搭载 90kW 电动机，电池容量 39.8/53kWh，CLTC 续航分别达 403/505km，快充 16 分钟可充 30%-80%电量。

A05：定位 10 万以下纯电小型车，车长 4200mm、轴距 2605mm，采用 5 座布局；动力方面，提供 70/90kW 两种功率电机，最高车速 160km/h，性能足以应对日常通勤需求，还能解决同级别车型高速加速无力的痛点；智能化方面，可选装前双目摄像头及激光雷达，有望成为国内首款带激光雷达的纯电小型车。

图表46：零跑 A10、A05 核心参数配置

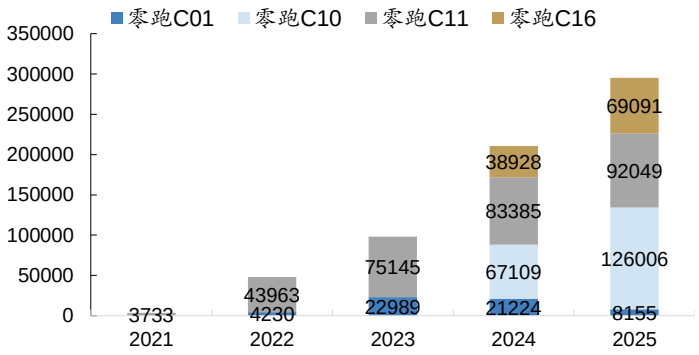
车型	定位	动力类型	尺寸（mm）	轴距（mm）	电池容量（kwh）	纯电续航（km）	发动机功率（kw）	电动机功率（kw）	馈电油耗（L/100km）
A10	小型 SUV	BEV	4270*1810*1635	2605	39.8/53	400/500	×	70/90	×
A05	小型车	BEV	4200*1800*1560	2605	-	-	×	70/90	×

来源：工信部、懂车帝、国金证券研究所

3.1.3 扩充 C+B 系列，站稳 10-20 万主流市场

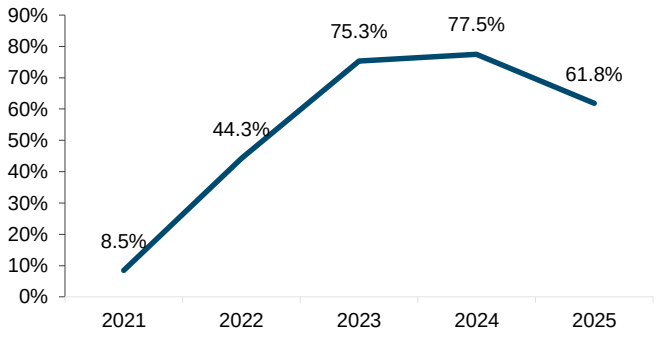
C 系列重点布局 12-20 万元价格带家用市场，强调空间、智能化和高品价比。2024 年，公司基于 C 平台进一步推出 SUV 车型 C10 和 C16，与 C11、C01 差异化互补，实现家庭用车场景的全覆盖。C 系列提供纯电/增程双动力，在空间布局、智能科技配置等方面具备优势，叠加极具竞争力的定价，在 15-20 万市场持续热销，成为零跑销量增长的核心驱动力之一。根据交强险数据，2024-2025 年，C 系列（C11/C01/C10/C16）分别实现销量 21.1/29.5 万辆，分别占公司总销量的 77.5%/62.8%。

图表47：2021-2025 年零跑 C 系列销量（辆）



来源：交强险、国金证券研究所

图表48：2021-2025 年零跑 C 系列销量占比



来源：交强险、国金证券研究所

零跑 C10：高品价比中型 SUV，目标面向年轻家庭用户。零跑 C10 于 2024 年 3 月新车上市，指导价 12.88-16.88 万元，定位中型 SUV，车长 4739mm、轴距 2825mm，得房率 66.8%，空间实用性高；内饰方面，未配备副驾屏，采用 10.25 英寸高清仪表+14.6 英寸 2.5k 中控屏的组合，配合隐藏式空调出风口设计，整体风格简洁；智能化方面，高配智驾版配搭载搭载高通 SA8295P 旗舰智舱芯片，拥有同级唯一采用 Orin-X+激光雷达硬件的高阶驾驶辅助系统，可实现包括 NAP 高速智能领航辅助、NAC 导航辅助巡航等 25 项智驾功能，在硬件能力上充分冗余，具备支持 L3 级辅助驾驶的硬件基础。

图表49：零跑 C10、深蓝 S05、阿尔法 T5 配置对比

	零跑 C10 2026 款 纯电版 605 激光雷达版	深蓝 S05 2026 款 620Max 纯电版	极狐 阿尔法 T5 2026 款 纯电版 660 元境神行版
指导价（万元）	14.28	13.99	15.18
车身尺寸（mm）	4739x1900x1680	4620x1900x1600	4760x1936x1650
轴距（mm）	2825	2880	2845
CLTC 纯电续航（km）	605	620	660
电池容量（kWh）	74.9	68.82	74.4
电动机最大功率（kW）	220	200	200
综合最大扭矩（N·m）	360	320	360
最高车速（km/h）	190	185	180
零百加速时间（s）	5.9	6.48	7.5
驱动方式	后置后驱	后置后驱	前置前驱
行李舱容积（L）	370-835	492	400-1546
轮毂尺寸（英寸）	18	18	19
窄路辅助	✔	✔	×
车侧盲区影像、城市通勤 NOA、记忆泊车	✔	×	✔
激光雷达数量（个）	✔（1）	×	×
车顶行李架	×	×	✔
HUD	×	✔（AR-HUD）	✔
液晶仪表尺寸（英寸）	10.25	×	×
中控屏尺寸（英寸）	14.6	15.4	15.6
方向盘加热、前排座椅按摩、车内氛围灯	×	×	✔
女王座椅、主驾座椅腰部调节、副驾座椅腿部调节	×	✔	×
二排座椅靠背角度调节	✔	×	×
扬声器（个）	12	8	18
车载智能芯片	高通骁龙 8295	高通骁龙 8155	高通骁龙 8775

来源：懂车帝、国金证券研究所

零跑 C16：超舒适智能长续航 SUV，综合产品力强、性价比高，主要面向多孩大家庭。2024 年 6 月新车上市，指导价 15.58-18.58 万元，定位六座中大型 SUV，车长 4915mm、轴距 2825mm，得房率 67.2%；动力方面，增程+纯电双版本布局，增程版 CLTC 纯电续航 200km、综合续航 1095km，纯电车型 800V 高压平台、CLTC 纯电续航里程 520/580km；智驾方面，是 20 万以下价格带中少有的带激光雷达、搭载 Orin-X 芯片的中大型 SUV，支持高速路段领航辅助驾驶、匝道自动驶出入、自动变道辅助、自动泊车入位等功能；座舱方面，搭载高通骁龙 8295 芯片，配备 14.6 英寸 2.5K 悬浮式中控大屏+10.25 英寸全液晶仪表盘+15.6 英寸后排娱乐屏、21 扬 7.1.4 声场音响系统、二排右侧小桌板、三温区独立空调等。2025 年零跑 C16 改款，新增五座版本，续航、充电、车机智能化、辅助驾驶等方面升级，新增 8.1 升压缩机冰箱、手机无线充电 50W 等配置，产品力全方面提升。

图表50：零跑 C16、唐 DM、eπ008 配置对比

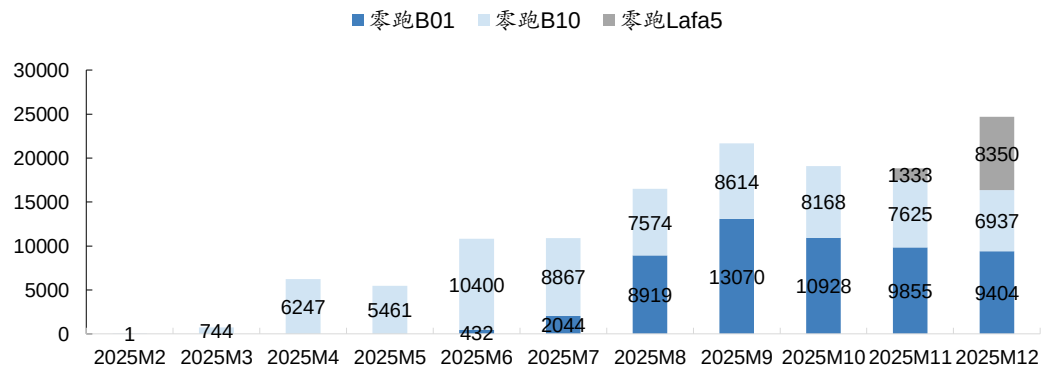
	零跑 C16 2026 款 增程式 280 激光雷达智尊版 6 座	唐 DM 2025 款 智驾版 DM-i 115KM 旗舰型	eπ008 2026 款 增程家享版 6 座
指导价（万元）	17.18	19.98	19.86
车身尺寸（mm）	4915x1905x1770	4870x1950x1725	5002x1972x1732
轴距（mm）	2825	2820	3025
工信部纯电续航（km）	182	115	150
电池容量（kWh）	38.7	21.5	34.32
WLTC 馈电油耗（L/100km）	6.42	5.75	5.75
发动机最大功率（kW）	70	115	108
电动机最大功率（kW）	170	200	200
最大扭矩（N·m）	320	315	340
最高车速（km/h）	170	200	180
驱动方式	后置后驱	前置前驱	后置后驱
百公里加速时间（s）	8.6	7.5	-
行李舱容积（L）	209-1022	235-1655	292-783
座位数（个）	6	7	6
可变悬挂调节	✔	✔	×
城市 NOA	✔	×	×
记忆泊车	✔	×	✔
激光雷达数量（个）	1	×	×
液晶仪表尺寸（英寸）	10.25	12.3	10.25
中控屏尺寸（英寸）	14.6	15.6	15.6
HUD、原厂 ETC	×	✔	×
后排液晶屏尺寸（英寸）	✔（15.6）	×	✔（15.6）
二排座椅电动调节、通风/加热	✔	×	✔
真皮座椅、二排座椅左右调节、二排座椅按摩、老板键、二排小桌板	✔	×	×
主副驾座椅腿托调节、副驾座椅腰部调节	×	✔	×
二排座椅腿托调节、副驾座椅记忆、二排座椅记忆、前排座椅放平	×	×	✔
扬声器（个）	21	12	17
全景天幕遮阳帘、后排隔音玻璃、后排独立空调、车载冰箱	✔	×	✔

来源：懂车帝、国金证券研究所

B 系列&Lafa5：主打 10-15 价格带，主攻年轻和全球市场。在 C 系列成功验证家庭消费力后，零跑以 10-15 万级的 B 系列，探索年轻市场。截至目前，B 系列已推出 2 款车型，分别为 B10、B01，分别定位紧凑型 SUV 和紧凑型轿车，上市后均取得较优销量表现；根据交强险数据，B10 自 2025 年 4 月上市以来累计实现销量 7.1 万辆、月均销量 0.7 万辆，B01

自 2025 年 7 月上市以来累计实现销量 5.5 万辆、月均销量 0.8 万辆。此外，公司基于 leap3.5 架构 B 平台打造纯电轿车 Lafa5，定位两厢紧凑型车，主要面向都市青年群体，外观设计融入欧洲小钢炮风格，是公司打开欧洲市场的重要车型。

图表51：零跑 B10、B01、Lafa5 上市至今月度销量（辆）



来源：交强险、国金证券研究所

零跑 B10：10 万级纯电 SUV，主打越级空间+越级智驾。零跑 B10 为 Leap3.5 架构首款车型，搭载高通 8650 智驾芯片和激光雷达，硬件储备对标 50 万元级豪华车型，拥有端到端大模型智驾，支持高速/城区通勤智能领航辅助等高阶功能，是行业内首款将带激光雷达硬件的高阶智驾产品下探至 12 万级别的车型；空间方面，B10 轴距 2735mm、得房率 87.4%，配合可扩展至 1415L 的后备箱，可灵活满足多种家庭用车场景；后驱单电机布局，电机最大功率 132/160kW，动力表现在同级纯电车型中较优，叠加 9.98-12.98 万元的定价，性价比极高。

图表52：零跑 B10、银河 E5、元 PLUS 配置对比

车型	零跑 B10　510 激光雷达智驾版	银河 E5　530km 探索版	元 PLUS 智驾版 510KM 超越型
指导价（万元）	11.98	11.98	13.58
车身尺寸（mm）	4515x1885x1655	4615x1901x1670	4455x1875x1615
轴距（mm）	2735	2750	2720
最大功率（kW）	160	160	150
最大扭矩（N·m）	240	320	310
最高车速（km/h）	170	180	160
电池容量（kWh）	56.2	60.22	60.48
CLTC 纯电续航（km）	510	530	510
官方电耗（kWh/100km）	12.3	12.1	12.5
驱动方式	后驱	前驱	前驱
行李舱容积（L）	420-1415	461-1877	434-1338
百公里加速时间（s）	6.8	6.9	7.3
前排中央安全气囊	×	×	✔
激光雷达数量（个）	1	×	×
高速 NOA	✔	×	✔
城市 NOA	✔	×	×
自动泊车	✔	×	✔
记忆泊车	✔	×	×
自动代客泊车	×	×	✔
液晶仪表尺寸（英寸）	8.8	10.2	8.8
中控屏尺寸（英寸）	14.6	15.4	12.8
原厂 ETC	×	×	✔
手机无线充电（W）	15	50	50
副驾座椅通风	×	✔	✔

车型	零跑 B10 510 激光雷达智驾版	银河 E5 530km 探索版	元 PLUS 智驾版 510KM 超越型
4G/5G	4G	4G	5G
扬声器（个）	12	16	8
座椅扬声器	×	✔	×
原厂 ETC	×	×	✔
电动后尾门	✔	×	✔
全景天幕遮阳帘	✔	×	×
方向盘加热	✔	×	×

来源：懂车帝、国金证券研究所

零跑 B01：定位纯电紧凑型轿车，续航、智能化在 10 万级轿车中表现领先。零跑 B01 车长 4.7m+、轴距 2.7m+、得房率 86%；全系采用后置单电机，电动机总功率 100/132/160kW，配备 43.9/56.2/67.1kWh 三种不同容量电池包，对应 CLTC 纯电续航分别为 430/550/650km；搭载 LEAP 3.5 技术架构，座舱采用高通 SA8295P 芯片、Leapmotor OS 4.0 PLUS 系统，搭载 14.6 英寸 2.5K 中控屏+8.8 英寸液晶仪表屏，配有全景天幕、电动遮阳帘等；搭载激光雷达+8650 芯片智能驾驶方案，可实现高速及通勤自动领航辅助、停车场记忆泊车。

图表53：零跑 B01、小鹏 MONA M03、秦 L 配置对比

	零跑 B01 2026 款 650 激光雷达版	小鹏 MONA M03 2025 款 600 超长续航 Max 版	秦 L EV 2025 款 545KM 云辇型
指导价（万元）	11.98	13.98	13.98
车身尺寸（mm）	4770x1880x1490	4780x1896x1445	4720x1880x1495
轴距（mm）	2735	2815	2820
最大扭矩（N·m）	240	250	330
最高车速（km/h）	160	170	180
电池容量（kWh）	67.1	62.2	56.64
CLTC 纯电续航（km）	650	600	545
官方电耗（kWh/100km）	11.5	11.8	11.5
电机总功率（kW）	160	160	160
驱动方式	后驱	前驱	后驱
前/后备厢容积（L）	无/460	无/600-1600	65/460
前排中央安全气囊	×	×	✔
后悬挂形式	多连杆式独立悬挂	纵臂扭转梁式非独立悬挂	多连杆式独立悬挂
激光雷达数量（个）	✔（1）	×	×
城市 NOA	✔	✔	×
记忆泊车	✔	✔	×
液晶仪表尺寸（英寸）	✔（8.8）	×	✔（8.8）
HUD 尺寸（英寸）	×	×	✔（12）
中控屏尺寸（英寸）	14.6	15.6	15.6
主驾座椅腰部调节和按摩、副驾座椅记忆	×	✔	×
主驾座椅记忆功能	×	✔	✔
后排扶手、杯架	✔	×	✔
扬声器（个）	12	18	8
车载冰箱	×	×	✔
全景天幕遮阳帘	✔	×	×
方向盘加热	✔	✔	×
电动后尾门	✔	✔	×
原厂 ETC	×	×	✔
4G/5G	4G	4G	5G

来源：懂车帝、国金证券研究所

Lafa5：定位高颜值运动轿跑，目标追求个性的年轻消费群体。零跑 Lafa5 于 2025 年 11 月上市，1880mm 车宽+1520mm 车高打造宽体低趴的视觉效果，配备无边框车门和纯平侧窗，配备 19 英寸掠翼运动轮毂，外观设计运动感强；动力方面，搭载七合一高性能油冷电驱系统、后置后驱布局，160kW 电机带来 6.4s 零百加速，CLTC 续航达 605km；底盘由零跑与 Stellantis 集团联合调校，50:50 前后轴荷比、前麦弗逊后多连杆独立悬架组合、5.17m 转弯半径，驾控质感高；智能化方面，搭载 8295P 智能座舱，高配版搭载含 1 个激光雷达在内的 27 个高精度感知硬件及高通 8650 芯片，支持端到端辅助驾驶。2026 年公司将推出 Lafa5 Ultra，新车将在外观上有所升级，配备破风前铲、风翼侧裙、尾部扩散器、运动驭风尾翼等专属运动套件，同时电机功率由普通版的 160kW 提升至 180kW，运动感进一步提升。

图表54：零跑 Lafa5、MG4、领克 Z20 配置对比

车型	零跑 Lafa5 2026 款 515 Pro	MG4 2026 款 530 智趣版	领克 Z20 2025 款 530km 后驱 Pro
指导价（万元）	10.58	9.68	13.59
车身尺寸（mm）	4430x1880x1520	4395x1842x1551	4460x1845x1573
轴距（mm）	2735	2750	2755
行李舱容积（L）	435-1400	471-1362	450-1410
轮毂尺寸（英寸）	19	17	19
CLTC 纯电续航（km）	515	530	530
电池容量（kWh）	56.2	53.95	61.47
最高车速（km/h）	170	160	190
电动机总功率（kW）	160	120	250
电动机总扭矩（N·m）	240	250	373
驱动方式	后置后驱	前置前驱	后置后驱
后悬挂形式	多连杆式独立悬挂	纵臂扭转梁式非独立悬挂	多连杆式独立悬挂
前排中央安全气囊	×	×	✓
窄路辅助、车侧盲区影像	×	×	✔
高速 NOA	×	✓	×
全景天幕遮阳帘	✔	✔	×
无框设计车门	✓	×	✓
主副驾座椅头枕调节	✔	×	×
前排座椅记忆功能	×	×	✓
前/后扶手、后排杯架	✔	×	✔
方向盘加热	✓	✓	×
车载智能芯片	高通骁龙 8155	高通骁龙 8155	龍鷹一号 Plus
液晶仪表尺寸（英寸）	8.8	7	10.2
中控屏尺寸（英寸）	14.6	15.6	15.4
扬声器数量（个）	12	6	8

来源：懂车帝、国金证券研究所

3.2 全球化：成立合资公司，打造轻资产出海新模式

战略合作 Stellantis，成立合资公司零跑国际启动出海。2023 年 10 月，零跑汽车与全球第四大汽车集团 Stellantis 达成战略合作，Stellantis 投资约 15 亿欧元获取零跑约 20%股权，成为重要股东并在董事会拥有 2 个席位；2024 年 5 月，零跑汽车与 Stellantis 以 49%:51%的股比成立合资公司“零跑国际”，由 Stellantis 主导海外市场的渠道建设与售后服务，零跑则专注于技术与产品研发；2024 年 9 月，零跑国际正式在欧洲亮相，在欧洲 13 个国家率先上市零跑 C10、T03 车型，10 月 C10 在马来西亚上市。2025 年零跑与 Stellantis 合作进一步深化，4 月零跑宣布将在 Stellantis 位于马来西亚吉打州的 Gurun 工厂启动 C10 本地化组装项目，6 月与 Stellantis 签订二氧化碳积分转让协议，向 Stellantis 附属公司转让二氧化碳积分，年度上限不超过 15 亿元；11 月，零跑正式进军南美市场，并在巴西和智利上市 C10、B10 等车型；2026 年，公司将依托 Stellantis 西班牙工厂进行 B10 的本地化制造，预计 26Q4 投产。借助 Stellantis 集团的渠道网络、制

造产能和销售经验，零跑在两年多时间里实现了全球化的快速布局。

图表55：零跑与 Stellantis 的合作模式

	整车	零部件
直接出口相关收入	转让价格=基准价格×（1+参考利润率） 0-4 年：参考利润率 0% 4-7 年：参考利润率 2%-5% 7 年后：参考利润率≥2%	转让价格=成本×（1+利润率） 利润率：不低于整车产品第二阶段利润率水平
海外本地生产相关收入	整车生产许可费=参考金额×利润率 首款车型：利润率 2% 后续车型：利润率 2%-5%	转让价格=成本×（1+利润率） 利润率：不低于整车产品第二阶段利润率水平
股权分红	按持股比例获得零跑国际 49%的利润	
碳积分转让收入	零跑汽车将其在欧盟及英国市场销售新能源车型所获的碳积分转让给 Stellantis 附属公司，转让价格参考市场价格和二氧化碳积分供需关系。	

来源：公司公告、国金证券研究所

欧洲、南美为 Stellantis 强势区域，零跑率先布局。2025 年 Stellantis 集团全球销量 548 万辆，同比+1%。分区域看，欧洲和南美为强势市场、市占率较高，2025 年销量分别为 245/99 万辆，市占率分别为 15.1%/22.6%，其中在法国、意大利、巴西、阿根廷四国市占率均超 20%；北美市场贡献较多销量、但市占率偏低，2025 年实现销量 147 万辆，市占率 7.3%；中东非为集团高市占率的优势市场，2025 年销量为 54 万辆，对应市占率 12.2%。基于 Stellantis 在欧洲和南美的竞争优势和渠道资源，零跑率先拓展法国、意大利、德国等欧洲市场以及巴西等南美市场。截至 2025 年底，零跑国际在欧洲、中东、非洲、南美和亚太等约 40 个国际市场建立约 900 家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超 800 家，亚太市场超 50 家，南美市场超 30 家。

图表56：2021-2025 年 Stellantis 分地区销量（万辆）和市场份额情况

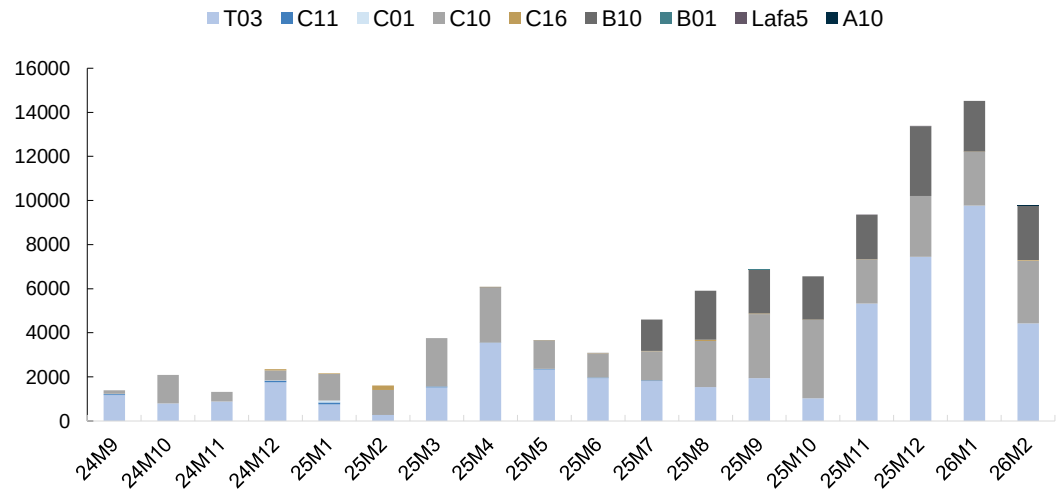
地区	国家	2021		2022		2023		2024		2025	
		销量	份额	销量	份额	销量	份额	销量	份额	销量	份额
北美地区	美国	177.7	11.6%	154.7	11.0%	152.7	9.6%	130.4	8.0%	126	7.6%
	加拿大	16.1	9.9%	16.9	11.4%	15.8	9.5%	13	7.2%	11.5	6.1%
	墨西哥	6.6	6.4%	7.4	6.6%	9.7	6.8%	9.4	6.0%	9.1	5.9%
	合计	**200.4**	**11.1%**	**179.1**	**10.7%**	**178.2**	**9.4%**	**152.7**	**7.8%**	**146.6**	**7.3%**
南美地区	巴西	63.6	32.0%	64.7	32.9%	68.7	31.4%	73.4	29.4%	75.1	29.3%
	阿根廷	10.3	29.1%	11.7	30.7%	12.0	28.2%	11.6	29.7%	17.7	30.5%
	其他	7.3	6.0%	8.1	6.2%	7.2	6.40%	6.6	5.9%	6.7	5.3%
	合计	**81.2**	**22.9%**	**84.4**	**23.2%**	**87.9**	**23.5%**	**91.6**	**22.9%**	**99.4**	**22.6%**
欧洲	法国	74.9	35.8%	62	33.1%	63.4	29.4%	59.9	28.5%	55.8	28.0%
	意大利	64.2	39.1%	53.5	36.3%	59.1	33.6%	53.1	30.2%	49.3	28.7%
	德国	41.6	14.4%	37.1	12.9%	38.9	12.5%	41.6	13.4%	37.9	12.1%
	英国	31.5	15.7%	26.8	14.1%	31.3	13.9%	29.9	12.9%	28.5	12.1%
	西班牙	25.7	25.4%	21.3	22.9%	22.1	20.2%	20.8	17.6%	21.3	15.9%
	其他欧洲国家	67.5	11.0%	53.9	14.0%	55.0	14.2%	50.2	11.1%	49.4	10.7%
	欧亚及其他	4.8	2.1%	2.2	2.0%	1.9	1.3%	2.1	2.8%	3.2	2.9%
	合计	**310.2**	**19.4%**	**257**	**18.3%**	**271.7**	**16.8%**	**257.7**	**16.4%**	**245.4**	**15.1%**
中东与非洲	土耳其	21.9	29.7%	25	31.9%	41.9	34.0%	34.3	27.7%	36	26.3%
	埃及	4.3	23.3%	1.8	16.5%	0.8	11.3%	0.6	7.1%	1.3	9.1%
	摩洛哥	3.7	20.9%	3.4	20.8%	3.3	20.7%	3.5	19.9%	4.3	18.2%
	法属地区	2.3	31.6%	-	-	2.1	28.8%	1.9	28.5%	1.7	26.8%
	海湾国家	3.3	3.2%	2.6	2.4%	3.3	2.4%	3	2.0%	2.5	1.6%

	以色列	2.3	7.9%	2.2	8.1%	2.1	7.4%	1.4	5.2%	-	-
	阿尔及利亚	-	-	-	-	5.6	86.5%	6.7	65.2%	5.8	5.4%
	其他	3.3	1.4%	4.1	4.4%	2.3	2.6%	2.4	2.6%	2.5	2.5%
	合计	**41.1**	**11.9%**	**41.5**	**12.0%**	**61.4**	**14.8%**	**53.8**	**12.4%**	**54.1**	**12.2%**
	中国	12.5	0.6%	9.4	0.4%	6.9	0.3%	4.8	0.2%	4.3	0.2%
	日本	4.5	1.2%	3.4	1.0%	3.3	0.8%	2.5	0.7%	2.5	0.7%
	印度	1.3	0.4%	2	0.5%	1.7	0.4%	1.2	0.3%	1.1	0.2%
	韩国	1.2	0.8%	0.9	0.6%	0.7	0.4%	0.4	0.2%	0.3	0.2%
亚太	澳大利亚	1.7	1.7%	1.8	1.7%	1.8	1.5%	1.1	0.9%	0.9	0.7%
	东盟	1.3	0.5%	1.7	0.5%	1.1	0.3%	1.1	0.3%	0.9	0.2%
	新西兰	-	-	0.4	2.5%	0.3	1.8%	0.1	1.2%	0.1	1.0%
	其他	0.5	-	-	-	-	-	0.1	-	0.1	-
	合计	**23**	**-**	**19.7**	**0.5%**	**15.9**	**0.4%**	**11.3**	**0.3%**	**102**	**0.2%**

来源：Stellantis 年报、国金证券研究所

主要出口车型为 T03、C10，海外销量快速增长。T03、C10 为公司首批出海车型，2024 年 7 月发往欧洲并于同年 9 月在法国、德国、意大利等欧洲 13 国同步上市；2024 年底 C10 进入马来西亚和泰国；2025 年 1 月，C10 增程版登陆欧洲并于 3 月开启交付，同年 6 月进入中国香港市场；2025 年 7 月，第三款车型 B10 首批车辆正式发运欧洲，并于 9 月在德国慕尼黑国际车展正式上市及启动交付；2025 年 11 月，C16 在巴西圣保罗车展亮相；2026 年 1 月，A10 亮相布鲁塞尔车展。借助 Stellantis 遍布全球的销售网络及成熟的售后服务、物流体系，零跑车型海外销量高速增长，根据乘联会数据，2025 年零跑出口销量约 6.7 万辆、同比+839%，其中 T03 销量 2.9 万辆、同比+539%，销量占比约 44%；C10 销量 2.4 万辆、同比+932%，销量占比约 36%。

图表57：零跑分车型出口销量情况（辆）



来源：乘联会、国金证券研究所

2026 年全球化继续突破，A、B 系列车型加速出海，本地化生产即将落地。1）渠道端，将持续加码欧洲、南美和亚太三大核心市场：在欧洲填补此前涉猎较少的国家空白；在南美优先聚焦巴西，随后分阶段进入智利、哥伦比亚、厄尔瓜多等市场；亚太地区渠道数量也将快速增长；2）产品端，全球布局车型 Lafa5、A10，以及 C16、B10 增程版将陆续登陆海外；3）产能端，西班牙本地化生产即将落地，将导入零跑 B10 和 B05，其中 B10 预计 2026 年 10 月投产，B05 预计 2027 年投产，配套电池工厂预计于 2026 年 7 月启动量产。

图表58：零跑海外产能布局

工厂	地区	国家	生产车型	产能（万辆/年）	2024 年总产量（万辆/年）	零跑投产时间
Stellantis	亚洲	马来西亚	零跑 C10、B10；标致 3008、408、2008、	6	0.15	计划 26H1 投产

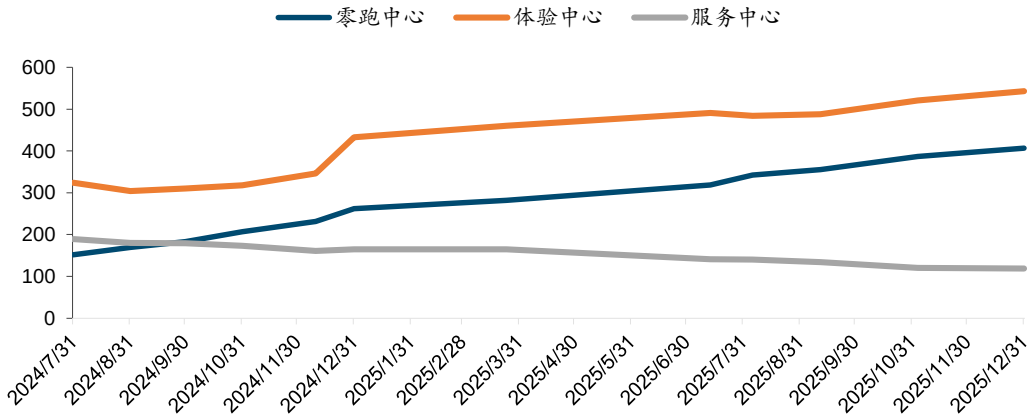
工厂	地区	国家	生产车型	产能（万辆/年）	2024 年总产量（万辆/年）	零跑投产时间
Gurun 工厂			5008、LANDTREK。			
Stellantis 西班牙工厂	欧洲	西班牙	零跑 B10、B05；欧宝/沃克斯豪尔 Corsa F、EV Corsa-e、Corsa MHV；蓝旗亚 Ypsilon、Ypsilon EV（e-CMP）、Ypsilon MHV；标致 EV e-208；电动车用电池组件。	50	37.25	计划 26 年 10 月投产
Stellantis 蒂黑工厂	欧洲	波兰	零跑 T03；菲亚特 Panda MHV、600e EV、600e MHV、600e PHV；阿尔法罗密欧：SUV Junior/Milano EV（eCMP platform）、Junior/Milano MHV；Jeep：SUV Avenger EV（eCMP platform）、Avenger MHV；驱动电池模块。	32	22.40	2025 年零跑 T03 已停产

来源：Marklines、公司公告、国金证券研究所

3.3 渠道：基于“1+N”策略加速拓展，启动新一轮经销商体系改革提质提效

加速零跑中心和体验中心建设，“1+N”渠道体系逐渐成形。基于“1+N”渠道策略，公司加速零跑中心和体验中心布局，形成“体验中心进驻商超引流→零跑中心转化→服务中心补齐售后服务缺口”的闭环。截至 2025 年底，零跑销售服务网络已覆盖 295 个城市，较 2024 年末新增 31 个城市，累计布局 950 家销售门店和 526 家服务门店；其中，零跑中心达 407 家、较 2024 年末新增 145 家，体验中心达 543 家、较 2024 年末新增 110 家。

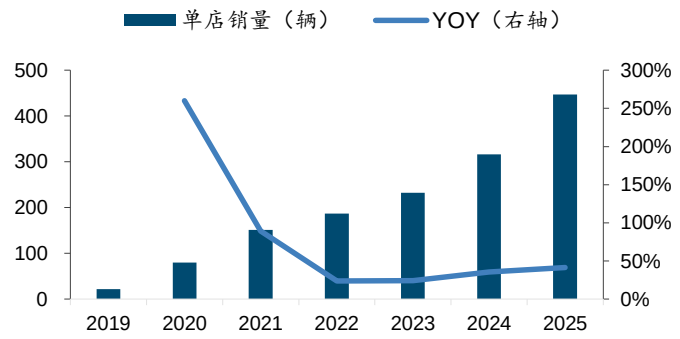
图表59：零跑中心、体验中心、服务中心数量变化（家）



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

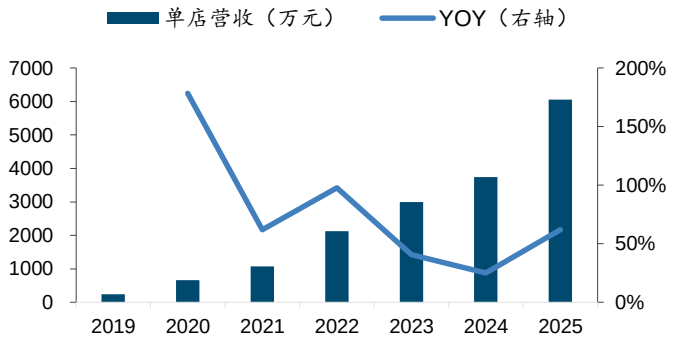
启动“金银种子”进行新一轮经销商体系改革，提升渠道质量和运营效率。2025 年 9 月，公司启动“金种子/银种子”项目，全面评估经销商“四力”（定力、实力、能力、执行力），选拔优质合作群体作为“金种子”和“银种子”，并给予优先匹配爆款车型产能、总部营销费用定向投放、数字化运营工具优先使用权等资源倾斜特权；不满足条件的门店则进行调优或关停，以提升整体经销商网络的销售业绩、运营效率和质量及品牌影响力。得益于“1+N”模式和培育核心经销商的“金种子”计划等措施，2025 年零跑国内单店销量达 447 辆、同比+41.5%，单店营收 6055 万元、同比+61.9%，经营质量显著提升。

图表60：2019-2025年零跑国内单店销量（辆）及增速



来源：交强险、公司公告、国金证券研究所

图表61：2019-2025年零跑国内单店营收（万元）及增速



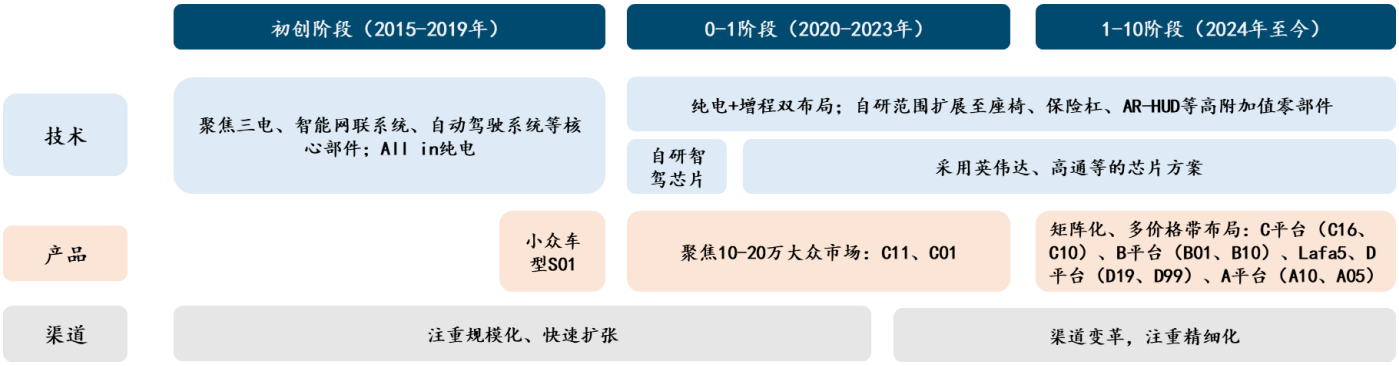
来源：公司公告、国金证券研究所

4.零跑汽车成功总结

4.1 正确的发展战略

零跑在不同阶段精准调整战略方向。1）技术：坚持全域自研，前期投入到最需要的三电系统、智能座舱、辅助驾驶、热管理等核心技术，初步构建整车制造能力，后期逐步扩大研发范围至座椅、保险杠、AR-HUD等高附加值零部件。2）产品：前期打透10-20万主流市场，后期逐步拓展10万以下和20万以上市场；前期集中资源开发纯电车型，后期补充增程，完善产品序列。3）渠道：前期注重规模快速扩张，后期随品牌向上开始精细化改革、追求提质提效。

图表62：零跑汽车在技术、产品、渠道方面的战略变化



来源：零跑汽车公众号、公司公告等，国金证券研究所

通过自研自制及规模化实现降本的策略在当前通缩环境下优势明显。通过掌握核心零部件的自主研发与制造，公司省去了传统供应链中的层层溢价，掌握了成本定价的主动权；目前零跑已实现整车成本65%以上的核心零部件自研自造的能力，拥有17座超级零部件工厂，叠加零部件通用率高达88%的平台化架构对单车型研发成本的摊薄，零跑能在同等配置下使整车成本更低，持续为消费者打造具备竞争力的高品价比产品，且在市场终端价格不断走低、原材料成本上涨的背景下成本优势进一步凸显。

4.2 强大的To C能力：产品定义能力强，能够捕捉并正确理解和转化用户需求

构建线上APP互动与线下见面会相结合的立体化用户沟通体系，实现用户需求的全方位采集与精准转化。线上端，零跑通过官方APP、社交媒体、短视频、直播等渠道与用户直接沟通，其中官方APP为核心渠道，内部设有“共创反馈”板块，“需求投票”、“功能建议”等子板块可搜集用户意见，2025年上半年公司共采纳用户建议187条，其中“方向盘加热功能适配低温地区”、“语音助手支持方言识别”等功能已通过OTA升级落地，用户满意度达94%；线下端，公司会定期举办“用户吐槽大会”或恳谈会，创始人、产品负责人与车主面对面交流，针对产品痛点、服务短板进行现场答疑与改进承诺；此外，零跑还设立“用户共创委员会”，从全国车主中选拔100名代表，每季度召开线上会议，使核心用户直接参与产品规划讨论，委员会提出的“B系列车型增加后排Type-C快充接口”、“智能座舱新增儿童模式”等建议已被纳入零跑B01改款车型的研发计划。通过“线上高频互动+线下深度对话”的双轨机制，零跑不仅能够收集到海量用户声音，更能精准识别出哪些

是真痛点和真需求，进而能够针对性进行产品优化。

将用户的高频痛点转化为可感知的、人性化的功能细节：例如，针对雨天雨伞易浸湿车内的问题，在前排门板内设置独立的干湿分离雨伞槽，雨水可以通过特定管道流到车外；开发隐藏式纸巾盒，并在扶手箱内设磁性吸附装置，避免传统纸巾盒滑动；为方便用户储藏贵重物品，在中央扶手箱底部专门设计暗格；此外还有蓝牙耳机专用放置孔、隐藏式手机支架等设计。

图表63：零跑 C11 人性化细节设计



来源：零跑汽车公众号、国金证券研究所

精准捕捉空白市场并推出对应产品：例如，C16 采用“2+2+2”六座布局，在 15 万级中大型 SUV 市场首次提供真正意义上的“三排独立座椅+中央通道”；Lafa5 的溜背造型+无框车门+六种全球自然车色为 10 万级代步车市场提供更具情绪价值的选择；A10 为全球首款将 800V 平台、激光雷达、8295 芯片同时塞入 10 万级的车型；D19 增程搭载 80.3kWh 大电池、纯电续航 500km，切中当下消费者对新能源车型“纯电为主、燃油备份”的核心诉求。

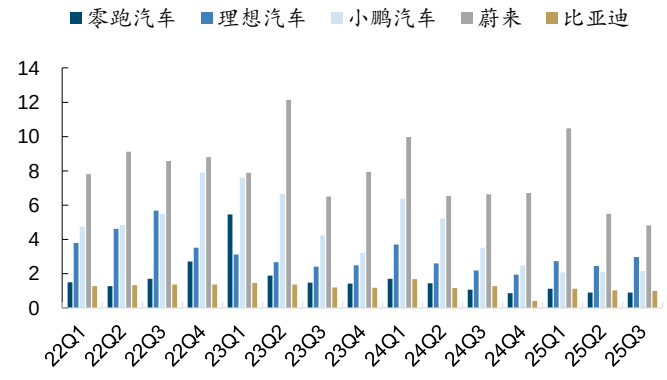
4.3 高效的执行力：快速调整能力、产品推出速度快、投入产出比高

1）快速复盘+敏捷调整的能力：早期超跑开局受挫，及时转身打造国民小车；果断放弃纯电独行，拥抱增程；智驾芯片外部供应链逐渐成熟后放弃自研智驾芯片，提高投入产出比；放弃单打独斗，借力 Stellantis 快速实现全球布局。

2）产品推出速度快：在 2024 年 3 月至 2025 年 11 月累计推出 5 款新车型、进行 7 次老车型改款，2026 年将推出 4 款新车型并现有车型改款升级，效率高。

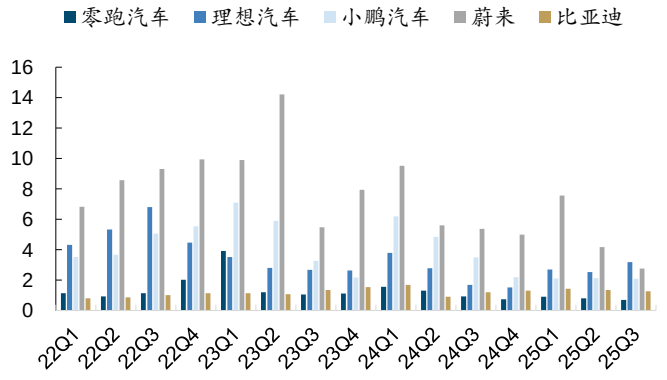
3）投入产出比高：从单车 SG&A 来看，2022-2025 年零跑单车 SG&A 费用多处于 2 万元/辆以下，2025Q2-4 降至 0.9 万元/辆以下，远低于蔚小理、与比亚迪相当，管理效率及营销效率较高；从单车研发来看，零跑在保持研发投入持续高增长的同时，通过销量高增长极大摊薄单车研发费用，2024Q3 起摊薄至 1 万元/辆以下。

图表64：零跑汽车与比亚迪、蔚小理单车 SG&A 对比（万元/辆）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表65：零跑汽车与比亚迪、蔚小理单车研发费用对比（万元/辆）



来源：各公司公告、国金证券研究所

5.盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

销量预测：公司 2025 年实现销量 59.7 万辆，同比增长 103.1%，主要系 C10、C16 等老款车型持续热销及 B01、B10 等新车贡献增量。我们预计公司 2026-2028 年销量将维持高速

增长，分别达 99/122/146 万辆，核心驱动力在于 1）产品矩阵扩充贡献增量：2026 年起，随着公司推出旗舰 D 系列（D19、D99）冲击 25-30 万高端市场，以及走量 A 系列（A10、A05）切入 10 万内下沉市场，公司将构建起 A/B/C/D 全覆盖的产品矩阵，满足更多层级的用户需求，叠加 B/C 将进行年度改款，车型产品力性价比进一步提升，有望持续贡献增量；2）全球化渠道放量：截至 2025 年底，零跑国际已在全球约 40 个国家建立 900 家网点，其中欧洲超 800 家。2026 年公司将进一步依托与 Stellantis 的合资模式加速海外扩张，，巩固欧洲、发力南美，B10 和 C10 已于 2025 年 11 月在巴西发布，后续随其他车型导入海外，配合欧洲和东南亚本地化工厂（如西班牙 CKD 工厂）的投产，海外销量将进入爆发期。

营收预测：根据我们此前的销量预测，及公司目前的单车均价、未来新车出海规划等因素，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 1043/1304/1558 亿元，同比分别增长 61.1%/25.0%/19.5%。

毛利测算：根据我们的销量预测，2026-2028 年公司规模效应将不断增强，考虑公司过去单车成本降本效果显著，我们预计公司单车成本将有效降低。此外，公司目前已实现整车 BOM 成本中 65%以上核心零部件的自研自造，后续公司将进一步推进高附加值零部件自制，单车 BOM 成本仍有下浮空间，毛利有望不断加强；此外，公司于 2026 年开始布局高单价、高毛利的 D 系列车型，该车型销量占比提升将有效拉动毛利水平。我们预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 15.1%/16.0%/16.2%。

图表66：零跑汽车业务主要指标预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	321.64	647.32	1043.14	1303.81	1558.05
YOY	92.06%	101.25%	61.15%	24.99%	19.50%
汽车业务收入（亿元）	316.30	620.10	1001.41	1245.14	1480.15
YOY	89.03%	96.05%	61.49%	24.34%	18.87%
其他业务收入（亿元）	5.30	27.22	41.73	58.67	77.90
YOY	3704.74%	413.56%	53.30%	40.61%	32.78%
总销量（辆）	291424	596555	987761	1219478	1463373
YOY	102.16%	104.70%	65.58%	23.46%	-100.00%
国内零售（辆）	284284	529503	829076	1006776	1192649
YOY	97.21%	86.26%	56.58%	21.43%	-100.00%
出口销量（辆）	7140	67052	158685	212702	270724
YOY	-	839.10%	136.66%	34.04%	27.28%
总毛利（亿元）	26.94	94.12	157.21	208.62	251.78
YOY	3248.36%	249.31%	67.03%	32.70%	20.69%

来源：公司公告、国金证券研究所

费用假设：1）销售费用率：考虑国内外渠道仍处于扩张期且公司通过合作代言人进行品牌宣传等，公司销售费用或有较大提升，但得益于公司营收大幅增长，我们预计销售费用率整体呈现下降趋势，预计 2026-2028 年公司销售费用率分别为 5.1%/4.9%/4.6%；对应销售费用 53.6/64.2/71.7 亿元。2）管理费用率：随公司规模快速提升，公司中后台管理职能的规模效应将得到充分释放，管理费用率有望持续优化，我们预计 2026-2028 年公司管理费用率分别为 2.4%/2.4%/2.3%，对应管理费用 25.2/31.4/35.8 亿元。3）研发费用率：公司将持续加大在 LEAP 中央集成架构、智能驾驶板块、高端旗舰平台等领域的研发投入，以及持续零部件自研自供模式，预计研发费用绝对金额会有所上升，但得益于公司极高的零部件自研自造比例以及零部件通用率，单车型研发成本得以被庞大的销量规模大幅摊薄，研发费用率有望持续下降，我们预计 2026-2028 年公司研发费用率分别为 5.0%/4.8%/4.6%，对应研发费用 51.8/62.7/71.7 亿元。

图表67：零跑汽车费用率预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	6.65%	5.65%	5.14%	4.92%	4.60%
管理费用率	3.54%	3.00%	2.42%	2.41%	2.30%
研发费用率	9.01%	6.63%	4.97%	4.81%	4.60%

来源：公司公告、国金证券研究所

综上，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 41.0/69.4/84.5 亿元，同比增速分别为 662.1%/69.1%/21.8%。

5.2 投资建议

通过复盘公司 10 余年的发展历程，我们发现公司成功的关键在于其对企业发展节奏的正确把握、用户需求的精准洞察和转化能力、战略的快速调整及高效执行力。考虑公司产品定义能力强、后续强势产品周期有望推动销量持续增长，叠加海外加速放量，后续成长空间充足。

考虑公司目前处于快速成长阶段，净利润增速较快，营收更能反映公司发展情况，因此我们采用 PS 进行估值。可比公司方面，选择与公司业务结构相似的理想汽车、小鹏汽车作为可比公司，计算得可比公司 2026-2028 年 PS 均值为 1.2X/0.9X/0.8X；给予公司 26 年 1.0X PS，目标市值 1043 亿元，对应目标价 83.5 港元，维持“买入”评级。

图表68：可比公司 PS 估值对比

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）					PS				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
9868.HK	小鹏汽车	1281.7	408.7	767.2	1001.5	1253.7	1460.3	3.1	1.7	1.3	1.0	0.9
2015.HK	理想汽车	1555.6	1444.6	1123.1	1328.1	1630.8	1795.5	1.1	1.4	1.2	1.0	0.9
9866.HK	蔚来汽车	1282.6	657.3	874.9	1277.7	1509.7	1703.4	2.0	1.5	1.0	0.8	0.8
平均值		1373.3	836.9	921.7	1202.5	1464.7	1653.0	2.1	1.5	1.2	0.9	0.8
9863.HK	零跑汽车	770.6	321.6	647.3	1043.1	1303.8	1558.0	2.4	1.2	0.7	0.6	0.5

来源：ifind、公司公告、国金证券研究所；注：市值数据时间为 2026 年 4 月 9 日，可比公司数据为 ifind 一致预期

风险提示

1）新能源行业增速不及预期。目前新能源汽车渗透率超过 50%、已达到较高水平，若后续新能源汽车行业总量或渗透率增长不及预期，或将对公司销量及利润产生影响。

2）行业竞争加剧。若后续比亚迪、吉利等品牌持续推出强竞争力产品，公司市场份额或受影响。

3）国际竞争加剧以及市场环境改变。若国外车企后续推出强竞争力产品，或将影响公司产品销量；若各国出台不利于公司的贸易政策，公司海外经营将受影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**16,747**	**32,164**	**64,732**	**104,314**	**130,381**	**155,805**
增长率	35.2%	92.1%	101.3%	61.1%	25.0%	19.5%
主营业务成本	16,666	29,470	55,320	88,593	109,519	131,094
%销售收入	99.5%	91.6%	85.5%	84.9%	84.0%	84.1%
毛利	80	2,694	9,412	15,721	20,862	24,711
%销售收入	0.5%	8.4%	14.5%	15.1%	16.0%	15.9%
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	1,795	2,138	3,654	5,362	6,416	7,167
%销售收入	10.7%	6.6%	5.6%	5.1%	4.9%	4.6%
管理费用	858	1,137	1,941	2,524	3,141	3,584
%销售收入	5.1%	3.5%	3.0%	2.4%	2.4%	2.3%
研发费用	1,920	2,896	4,292	5,184	6,270	7,167
%销售收入	11.5%	9.0%	6.6%	5.0%	4.8%	4.6%
息税前利润（EBIT）	-4,373	-3,129	245	3,891	6,708	8,148
%销售收入	-26.1%	-9.7%	0.4%	3.7%	5.1%	5.2%
财务费用	-157	-309	-294	-212	-232	-303
%销售收入	-0.9%	-1.0%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
投资收益	4	42	67	224	382	450
%税前利润	-0.1%	-1.5%	12.5%	5.5%	5.5%	5.3%
营业利润	-4,492	-3,477	-476	2,652	5,035	6,793
营业利润率	-26.8%	-10.8%	-0.7%	2.5%	3.9%	4.4%
营业外收支						
税前利润	-4,216	-2,821	538	4,103	6,940	8,451
利润率	-25.2%	-8.8%	0.8%	3.9%	5.3%	5.4%
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	-4,216	-2,821	538	4,103	6,940	8,451
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-4,216**	**-2,821**	**538**	**4,103**	**6,940**	**8,451**
净利率	n.a	n.a	0.8%	3.9%	5.3%	5.4%

现金流量表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-4,216	-2,821	538	4,103	6,940	8,451
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	788	598	12,085	-1,136	-1,565	-1,242
非经营收益						
营运资金变动	3,941	10,092	0	4,787	1,310	4,603
经营活动现金净流	**1,082**	**8,471**	**12,623**	**7,754**	**6,684**	**11,812**
资本开支	-1,394	-2,151	-4,799	-2,000	-1,800	-1,500
投资	-3,537	-11,334	-6,729	-2,000	-1,500	-1,500
其他	71	162	442	1,239	1,672	1,355
投资活动现金净流	**-4,860**	**-13,323**	**-11,086**	**-2,761**	**-1,628**	**-1,645**
股权募资	7,777	0	2,597	0	0	0
债权募资	558	-140	447	120	150	150
其他	217	-364	53	-102	-107	-112
筹资活动现金净流	**8,552**	**-503**	**3,097**	**18**	**43**	**38**
现金净流量	**4,782**	**-5,353**	**4,607**	**4,983**	**5,072**	**10,177**

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	11,731	6,378	10,985	15,968	21,040	31,217
应收款项	1,348	2,457	5,210	8,751	11,119	13,503
存货	1,719	2,023	4,548	6,152	7,605	9,104
其他流动资产	7,671	15,595	18,918	21,352	23,176	24,956
流动资产	22,470	26,453	39,662	52,222	62,940	78,780
%总资产	79.0%	70.3%	63.1%	65.8%	67.4%	70.2%
长期投资	44	164	231	231	231	231
固定资产	3,868	5,537	10,243	12,243	14,043	15,543
%总资产	13.6%	14.7%	16.3%	15.4%	15.0%	13.8%
无形资产	735	734	2,292	2,292	2,292	2,292
非流动资产	5,984	11,194	23,156	27,156	30,456	33,456
%总资产	21.0%	29.7%	36.9%	34.2%	32.6%	29.8%
资产总计	**28,453**	**37,647**	**62,818**	**79,379**	**93,397**	**112,236**
短期借款	1,581	1,266	654	654	654	654
应付款项	9,847	18,903	33,099	43,066	47,154	54,622
其他流动负债	2,526	4,806	9,077	11,475	14,342	17,139
流动负债	13,954	24,975	42,829	55,194	62,149	72,415
长期贷款	892	1,108	2,307	2,427	2,577	2,727
其他长期负债	1,110	1,493	3,564	3,564	3,564	3,564
负债	15,955	27,576	48,700	61,185	68,290	78,706
普通股股东权益	12,498	10,071	14,118	18,194	25,106	33,531
其中：股本	1,337	1,337	1,422	1,422	1,422	1,422
未分配利润	11,170	8,816	12,696	16,772	23,685	32,109
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**28,453**	**37,647**	**62,818**	**79,379**	**93,397**	**112,236**

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-3.62	-2.11	0.39	2.89	4.88	5.94
每股净资产	9.35	7.53	9.93	12.80	17.66	23.58
每股经营现金净流	0.81	6.34	8.88	5.45	4.70	8.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-33.74%	-28.01%	3.81%	22.55%	27.64%	25.21%
总资产收益率	-14.82%	-7.49%	0.86%	5.17%	7.43%	7.53%
投入资本收益率	-29.21%	-25.15%	1.43%	18.29%	23.67%	22.08%
增长率						
主营业务收入增长率	35.22%	92.06%	101.25%	61.15%	24.99%	19.50%
EBIT增长率	16.14%	28.44%	107.82%	1490.30%	72.40%	21.48%
净利润增长率	17.47%	33.10%	119.09%	662.13%	69.14%	21.78%
总资产增长率	47.67%	32.31%	66.86%	26.36%	17.66%	20.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.1	16.3	20.0	20.5	21.0	21.8
存货周转天数	37.5	22.9	21.4	21.7	22.6	22.9
应付账款周转天数	171.0	175.6	169.2	154.7	148.3	139.7
固定资产周转天数	76.1	52.6	43.9	38.8	36.3	34.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.36%	-154.26%	-106.70%	-109.53%	-98.98%	-104.01%
EBIT利息保障倍数	-60.6	-79.2	2.3	38.0	62.6	72.5
资产负债率	56.07%	73.25%	77.53%	77.08%	73.12%	70.13%

来源：公司年报、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。

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