

# 零跑汽车 (09863.HK)

## 2025 营收大幅增长，大六座期间 SUV D19 正式发布

优于大市

### 核心观点

**零跑汽车 2025 年收入同比大幅增长，全年归母净利润年度转正；海外营收增速高。**2025 年公司全年营收 647.32 亿元，同比翻倍增长；2025 年实现归母净利润 5.38 亿元，首次实现年度扭亏，净利润率为 0.83%。2025 年，公司车辆及零部件/服务收入/其他业务三个板块营收分别为 620.13/1.34/25.85 亿元，车辆及零部件占比达到了 95.80%。分区域看，2025 年中国大陆与海外收入分别为 589.31 亿元、58.01 亿元；其中海外收入增速达到了 430.74%，占比增长至 8.96%，上升 5.56pct。

**2025 年毛利率 14.54%，实现毛利率新高；期间费用率持续控制；单车毛利提升显著。**2025 年毛利率 14.54%，较 2024 年同期的 8.38%提升 6 个百分点以上。2025 年公司销售费用、管理费用、研发费用分别为 36.54/19.41/42.92 亿元，费用端持续投入，同比增长分别为 71%/71%/48%。得益于规模效应，期间费用率进一步下滑，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.65%/3.00%/6.63%，较上一年下降了 1.00/0.54/2.37pct；公司 2025 年整体期间费用率为 15.27%，整体下降 3.91pct。2025 年公司的联营公司利润表为 0.67 亿元，有所增长。公司 2025 单车营收、单车成本、单车毛利分别为 10.85/9.27/1.58 万元，其中单车毛利同比增长 72%。

**D19 正式发布，开启产品升级；具备错位竞争优势。**D19 作为公司旗舰车型，定位在大型六座 SUV，车身体长达 5.25m；定价具备竞争力，增程车型定价 21.98 万元-23.98 万元，纯电车型定价 23.98 万元-26.98 万元。D19 具备制氧功能、豪华座椅等舒适性配置，智能化配置完善。D19 作为定价 20-30 万元的 D 级全尺寸新能源 SUV，在当前乘用车市场具备错位竞争优势；D19 在 D 级新能源 SUV 中，同价位核心竞品较少，主流竞品所在的价格带更高，D19 具备性价比；20-30 万元的 C 级新能源 SUV 市场空间容量大；C 级 SUV 包含六座和大五座车型，D19 与同价位六座 C 级车相比，空间、舒适更具优势。

**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：**调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1060/1388/1597 亿元（原 2026/2027 预测 1149/1412 亿元，新增 2028 预测 1597 亿元），同比增速 63.7%/30.9%/15.1%；2026-2028 年归母净利润分别为 42.14/70.78/89.81 亿元（原 2026/2027 预测 46.36/72.50 亿元，新增 2028 预测 89.81 亿元）；对应 EPS 为 2.96/4.98/6.32 元。维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,164	64,732	105,995	138,756	159,671
(+/-%)	92.1%	101.3%	63.7%	30.9%	15.1%
归母净利润(百万元)	-2821	538	4214	7078	8981
(+/-%)	—	-119.1%	682.6%	68.0%	26.9%
每股收益(元)	-1.98	0.38	2.96	4.98	6.32
EBIT Margin	-10.8%	-0.7%	2.5%	3.2%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	-28.0%	3.8%	23.0%	27.9%	26.1%
市盈率 (PE)	-25.3	132.3	16.9	10.1	7.9
EV/EBITDA	-36.2	178.8	35.7	28.2	25.1
市净率 (PB)	7.07	5.05	3.89	2.80	2.07

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 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	48.26 港元
总市值/流通市值	68617/54584 百万港元
52 周最高价/最低价	76.30/37.64 港元
近 3 个月日均成交额	492.13 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

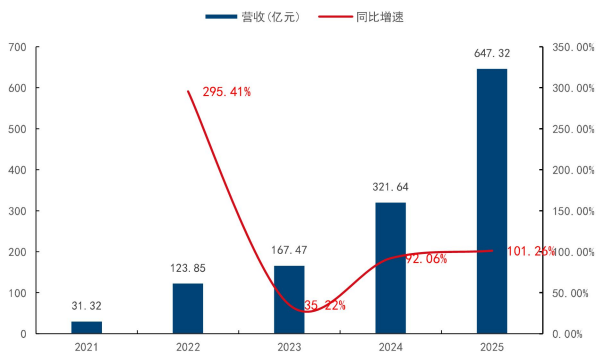
#### 相关研究报告

- 《零跑汽车 (09863.HK) -2025H1 营收大幅增长，实现半年度盈利》——2025-09-04
- 《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

2025 年报点评：2025 全年实现归母净利润 5.38 亿元

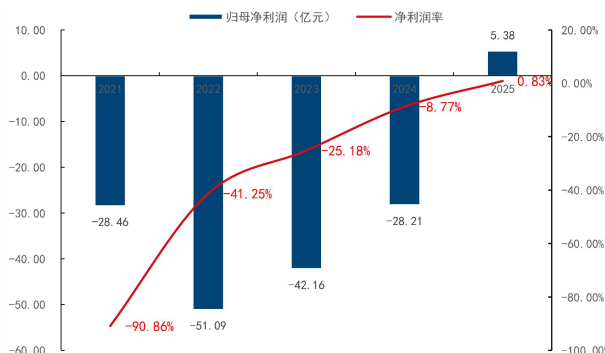
零跑汽车 2025 年收入同比大幅增长，全年归母净利润年度转正。2025 年公司全年营收 647.32 亿元，同比翻倍增长；2025 年实现归母净利润 5.38 亿元，首次实现年度扭亏，净利润率为 0.83%。

图1：零跑汽车营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

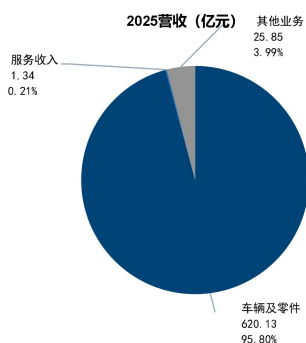
图2：零跑汽车归母净利润及净利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

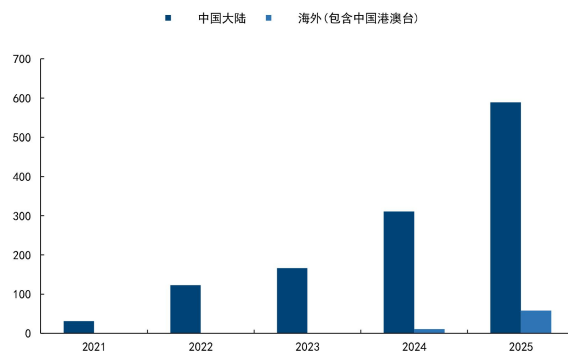
业务结构上，2025 年车辆及零部件业务占据核心，海外营收大幅增长。2025 年，公司车辆及零部件/服务收入/其他业务三个板块营收分别为 620.13/1.34/25.85 亿元，车辆及零部件占比达到了 95.80%。分区域看，2025 年中国大陆与海外收入分别为 589.31 亿元、58.01 亿元；其中海外收入增速达到了 430.74%，占比增长至 8.96%，上升 5.56pct。

图3：公司 2025 营收产品结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司营收区域结构



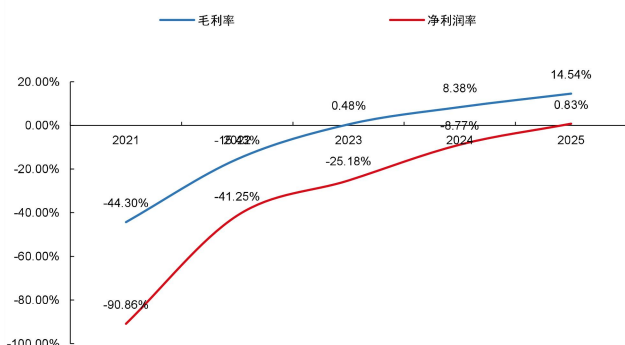
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率持续提升，2025 年毛利率 14.54%，实现毛利率新高。零跑汽车 2025 年毛利率 14.54%，较 2024 年同期的 8.38% 提升 6 个百分点以上，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。

期间费用率持续控制，规模效应显现。2025 年公司销售费用、管理费用、研发费用分别为 36.54/19.41/42.92 亿元，费用端持续投入，同比增长分别为 71%/71%/48%。得益于规模效应，期间费用率进一步下滑，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 5.65%/3.00%/6.63%，较上一年下降了 1.00/0.54/2.37pct；

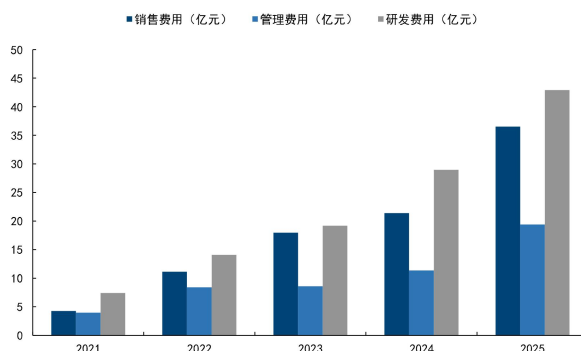
公司 2025 年整体期间费用率为 15.27%，整体下降 3.91pct。

图5: 零跑汽车毛利率、净利率



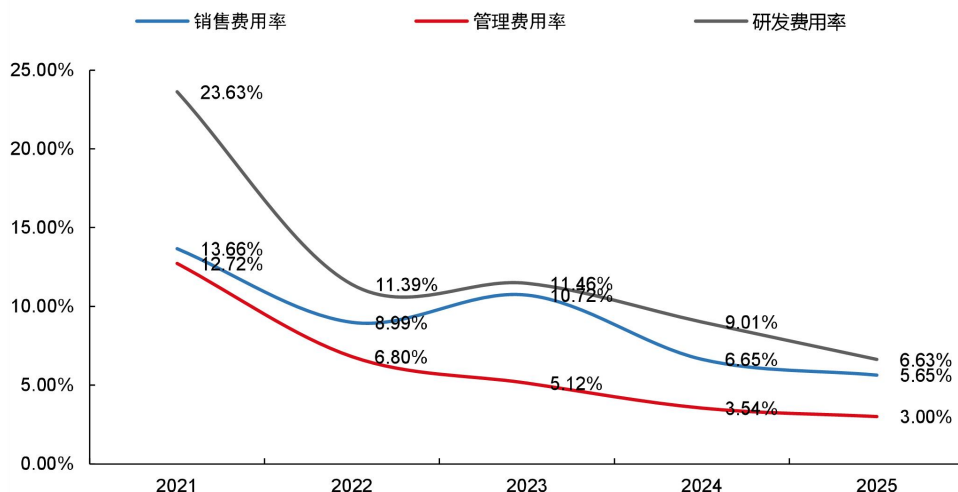
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 零跑汽车期间费用



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

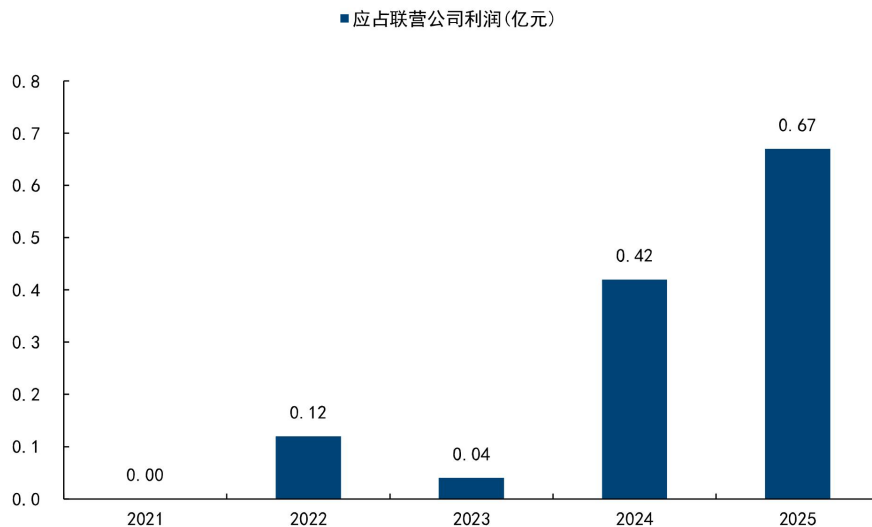
图7: 零跑汽车期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年公司的联营公司利润并表为 0.67 亿元，有所增长。公司出海采用合资工资模式，随着出海体量增加，联营公司并表收益开始有正向增长；但是由于海外关税政策影响、海外本土化生产未落地、海外销售策略等因素，叠加出海仍处于低基数阶段，出海销量的高速增长尚未对联营公司并表收益带来显著增速。

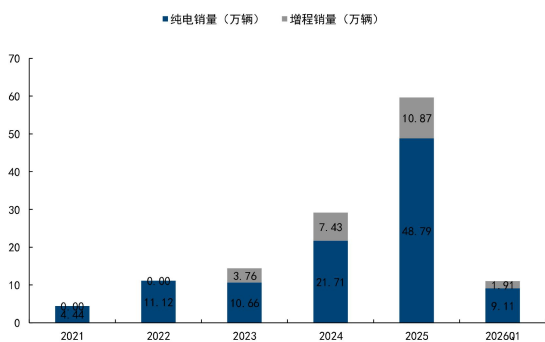
图8: 联营公司并表收益



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

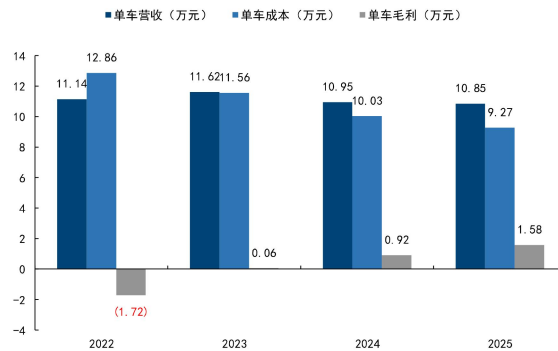
公司 2025 年销量 59.66 万辆，单车营收、单车成本、单车毛利分别为 10.85/9.27/1.58 万元。根据公司 2025 年销量为 59.66 万辆，其中纯电、增程车型销量分别为 48.79/10.87 万辆，增速分别为 124.72%、46.24%；2026Q1 由于行业因素以及公司新品空窗期，单季度销量为 11 万辆。2025 年，公司单车营收为 10.85 万元，有所下降，主要原因是 B 系列等车型带来的销量结构变化；单车成本 9.27 万元，规模效应叠加技术降本，效果显现；单车毛利达到了 1.58 万元，同比增长了 72%。

图9: 公司近年销量



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单车营收、单车毛利、单车成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### D19 正式发布, 开启产品升级

2026 年 4 月 16 日, 零跑旗舰 D 系列的首发车型 D19 正式上市。D19 作为公司旗舰车型, 定位在大型六座 SUV, 车身长达 5.25m; 定价具备竞争力, 增程车型定价 21.98 万元-23.98 万元, 纯电车型定价 23.98 万元-26.98 万元。D19 具备制氧功

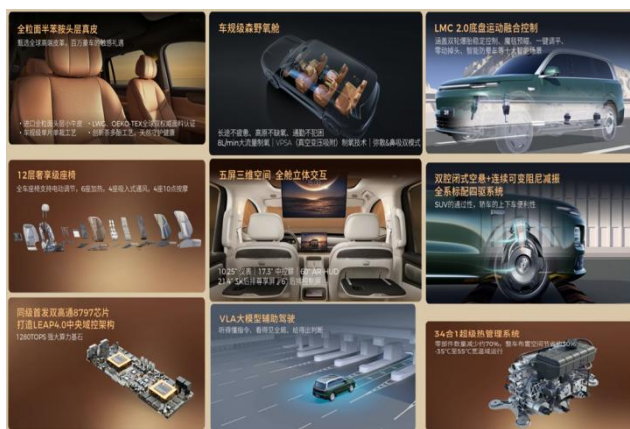
能、豪华座椅等舒适性配置，智能座舱、智能驾驶均处于公司当前高配，可对标市场主流旗舰全尺寸新能源 SUV 配置。

图11: 零跑 D19 定价与外观



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

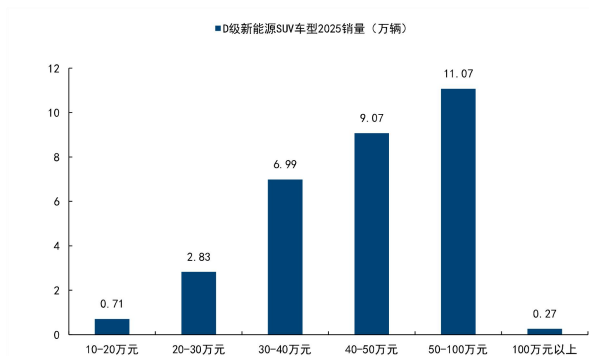
图12: D19 核心配置



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

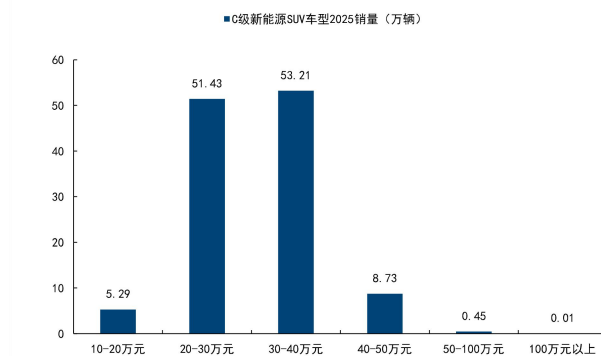
D19 作为定价 20-30 万元的 D 级全尺寸新能源 SUV，在当前乘用车市场具备错位竞争优势。2025 国内市场 D 级新能源 SUV 销量约 30.9 万辆，其中 30-50 万元区间销量约 17 万辆，50-100 万元区间约 11 万辆，主要为问界 M9 等车型；20-30 万元区间销量仅为 2.83 万辆。D19 在全尺寸新能源 SUV 中，同价位核心竞品较少，主要为乐道 L90，和主流 D 级 SUV 如问界 M9、理想 L9、极氪 9X 相比，性价比更好。2025 年 C 级新能源 SUV 销量为 119 万辆，其中 51.43 万辆处于 20-30 万元区间，市场空间容量大；C 级 SUV 包含六座和六座车型，D19 和同价位六座 C 级车相比，空间、舒适更具优势。

图13: 2025 年 D 级新能源 SUV 各价格带销量



资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

图14: 2025 年 C 级新能源 SUV 各价格带销量



资料来源：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：2026 年一季度，乘用车内需市场低迷，公司收到一定影响；但出海趋势如火如荼，公司出海节奏有望加速。我们下调了 2026 年公司国内销量预测，上调出海销量假设，2026 整体销量仍保持快速增长。2027/2028 年预计国内销量稳步提升，海外销量有望放量。

表1: 未来三年销量假设 (单位: 万辆)

	2026E	2027E	2028E
<b>总销量</b>	93.72	125.12	145.63
<b>国内销量</b>	78.72	105.12	115.63
<b>海外销量</b>	15.00	20.00	30.00

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

**毛利率上:** 公司年报展现了良好的成本管控能力, 2025 年实际毛利率高于我们前期预测; 考虑 2026 年 D 系列发布, 以及 A 系列对 T03 的优化, 规模效应和产品结构优化对毛利率都有促进作用; 但考虑原材料上涨因素, 以及收入结构变化, 假设 2026 年公司毛利率小幅下降, 之后回升。

表2: 未来三年毛利率假设

	2026E	2027E	2028E
<b>毛利率假设</b>	14.30%	14.36%	14.45%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

**期间费用:** 公司预计 2026 年完善 ABCD 四大系列核心的布局, 预计销售费用、管理费用会保持增长, 规模效应下销售费用率下降, 管理费用率保持在较低水平; 公司产品矩阵预计趋于完善, 研发费用增速预计放缓, 导致费用率下降。

表3: 期间费用率假设

	2026E	2027E	2028E
<b>销售费用率</b>	4.60%	4.30%	4.20%
<b>管理费用率</b>	2.50%	2.50%	2.50%
<b>研发费用率</b>	4.20%	3.90%	3.80%

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

此外, 2025 年公司海外销量尚未在投资收益方面带来显著变化, 考虑子公司零跑国际在海外扩张过程中营销投入高, 以及海运、关税等影响, 我们预计公司在海外实现规模化本土生产之后, 海外单车并表收益才会有显著边际提升。

**综上, 考虑 2026 年一季度新能源内需市场收缩, 以及公司海外业务在关联公司收益并表科目贡献尚不明显, 小幅调整盈利预测。** 预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1060/1388/1597 亿元 (原 2026-2027 预测 1149/1412 亿元, 下调幅度 7.75%/1.73%, 新增 2028 年预测 1597 亿元), 同比增速 63.7%/30.9%/15.1%; 2026-2028 年归母净利润分别为 42.14/70.78/89.81 亿元 (原 2026-2027 预测 46.36/72.50 亿元, 下调幅度 9.10%/2.37%, 新增 2028 年预测 89.81 亿元); 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.96/4.98/6.32 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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6378	10985	28762	45805	56573	营业收入	32164	64732	105995	138756	159671
应收款项	2457	5210	8387	10916	12682	营业成本	29470	55320	90838	118831	136599
存货净额	2023	4548	7797	9445	11324	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1254	4869	9971	13053	15021	销售费用	2138	3654	4876	5967	6706
<b>流动资产合计</b>	<b>26453</b>	<b>39662</b>	<b>69669</b>	<b>94709</b>	<b>111864</b>	管理费用	4033	6233	7675	9453	10632
固定资产	5537	10243	11930	13998	16279	财务费用	308	294	59	(6)	(63)
无形资产及其他	734	2292	1719	1146	573	投资收益	42	67	300	1400	2100
投资性房地产	583	142	142	142	142	资产减值及公允价值变动	135	88	83	102	91
长期股权投资	4339	10479	13972	18350	23020	其他收入	787	1152	1751	1851	1991
<b>资产总计</b>	<b>37647</b>	<b>62818</b>	<b>97432</b>	<b>128344</b>	<b>151878</b>	营业利润	(2821)	538	4682	7865	9979
短期借款及交易性金融负债	1266	654	1167	1029	950	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	19139	33413	56705	74941	85032	<b>利润总额</b>	<b>(2821)</b>	<b>538</b>	<b>4682</b>	<b>7865</b>	<b>9979</b>
其他流动负债	4570	8763	13909	18119	20794	所得税费用	0	0	468	786	998
<b>流动负债合计</b>	<b>24975</b>	<b>42829</b>	<b>71781</b>	<b>94088</b>	<b>106775</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1108	2307	2567	2880	3255	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(2821)</b>	<b>538</b>	<b>4214</b>	<b>7078</b>	<b>8981</b>
其他长期负债	1493	3564	4752	5967	7458	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2601</b>	<b>5871</b>	<b>7320</b>	<b>8846</b>	<b>10713</b>	净利润	(2821)	538	4214	7078	8981
<b>负债合计</b>	<b>27576</b>	<b>48700</b>	<b>79101</b>	<b>102934</b>	<b>117488</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	602	1175	1751	1851	1991
股东权益	10071	14118	18331	25410	34391	公允价值变动损失	(135)	(88)	(83)	(102)	(91)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37647</b>	<b>62818</b>	<b>97432</b>	<b>128344</b>	<b>151878</b>	财务费用	308	294	59	(6)	(63)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	11827	12086	18099	16401	8644
每股收益	(1.98)	0.38	2.96	4.98	6.32	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>9473</b>	<b>13711</b>	<b>23980</b>	<b>25229</b>	<b>19524</b>
每股净资产	7.08	9.93	12.89	17.87	24.19	资本开支	(2406)	(5968)	(2782)	(3244)	(3608)
ROIC	-31%	-6%	-446%	-33%	-26%	其它投资现金流	(9484)	291	(702)	(738)	(774)
ROE	-28%	4%	23%	28%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(15391)</b>	<b>(11816)</b>	<b>(6977)</b>	<b>(8359)</b>	<b>(9053)</b>
毛利率	8%	15%	14%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-11%	-1%	2%	3%	4%	负债净变化	217	1198	260	312	375
EBITDA Margin	-9%	1%	4%	5%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	92%	101%	64%	31%	15%	其它融资现金流	132	316	513	(138)	(79)
净利润增长率	—	-119%	683%	68%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>565</b>	<b>2712</b>	<b>774</b>	<b>174</b>	<b>296</b>
资产负债率	73%	78%	81%	80%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>(5353)</b>	<b>4607</b>	<b>17777</b>	<b>17044</b>	<b>10767</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	11731	6378	10985	28762	45805
P/E	(25.3)	132.3	16.9	10.1	7.9	货币资金的期末余额	6378	10985	28762	45805	56573
P/B	7.1	5.0	3.9	2.8	2.1	企业自由现金流	10023	6817	19414	19063	12187
EV/EBITDA	(36)	179	36	28	25	权益自由现金流	10372	8037	20135	19243	12539

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提及的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