



# 零跑汽车 (09863.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 毛利率短暂承压，看好新车放量及海外拓展带来盈利能力改善

### 业绩简评

2026年5月15日，公司披露2026年一季度，2026Q1实现营业收入108.2亿元，同比+8.0%、环比-48.5%；实现归母净利润-3.9亿元，同比-200%、环比-209.7%。

**销量持续高增，产品结构变化致ASP同环比下滑。**2026Q1公司实现营业收入108.2亿元，同比+8.0%、环比-48.5%；拆分量价看，1)量：26Q1销量11.0万台，同比+25.8%、环比-45.2%，其中出口4.1万台、同比+442%、环比+39.7%；2)价：26Q1单车ASP为9.8万元，同比-1.6万元、环比-0.6万元，同比下滑预计受B系列车型销售占比提升影响。

**毛利率短期承压，盈利好于预期。**26Q1公司毛利率为9.4%，同比-5.5pct、环比-5.6pct，同环比降低主要由于整车产品组合变动、销量规模效应未充分释放及26Q1产能利用率相对较低导致制造费用上升。26Q1销售/管理/研发费用率分别为6.3%/4.1%/9.6%，同比+0.2/+0.3/+1.6pct。26Q1公司归母净利润-3.9亿元、同比-200.0%、环比-209.7%，单车净利-0.4万元、同比-138.4%、环比-300.3%。

**在手资金资源充裕。**26Q1末公司在手资金约306亿元（25年末为379亿元）；26Q1经营活动现金流净额-66亿元（25Q1为3.4亿元），同比减少主要受账期节奏带来的到期应付款增加影响。

### 展望：

1) 强势新品周期有望驱动销量继续向上突破。A10于3月末上市、D19于4月中旬上市，上市后产品在终端持续高热度，公司新车周期全面启动；后续仍有A05/D99新车以及B、C系列改款，产品竞争力强、性价比高，有望拉动公司销量持续向上，全年冲刺百万销量目标。

2) 毛利率环比有望改善。D/C系列毛利率高于B系列，新车上市有望优化产品结构，叠加规模效应，后续毛利率有望持续改善。

3) 海外加速，全年出口有望超预期。4月出口量1.4万台，同比+134%；后续Lafa5、A10等车型将加速导入海外，且巴西等南美市场已开始起量，后续放量空间大，全年海外销量目标10-15万辆。

### 盈利预测、估值与评级

零跑长期坚持自研自供战略，成本优势持续释放，产品具备较强竞争力，强劲新车周期有望推动公司销量持续高增，同时出海、高端化持续兑现，对外合作贡献增长新空间，我们预计公司2026-2028年分别实现营业收入1114/1344/1586亿元，公司股票现价对应PS估值0.6/0.5/0.4倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期，海外拓展不及预期。

### 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)：45.220 元

### 相关报告：

- 《零跑汽车深度研究：复盘十年历程，零跑何以领跑？》，2026.4.10
- 《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
- 《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



### 主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,164	64,732	111,414	134,395	158,586
营业收入增长率	92.06%	101.25%	72.12%	20.63%	18.00%
归母净利润(百万元)	-2,821	538	3,971	5,940	8,994
归母净利润增长率	33.10%	119.09%	637.48%	49.60%	51.42%
摊薄每股收益(元)	-1.98	0.38	2.79	4.18	6.33
每股经营性现金流净额	6.34	8.88	6.55	3.83	8.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	-28.01%	3.81%	21.98%	24.78%	27.30%
P/E	-14.26	111.62	14.08	9.41	6.21
P/B	3.76	4.26	3.09	2.33	1.70

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>16,747</b>	<b>32,164</b>	<b>64,732</b>	<b>111,414</b>	<b>134,395</b>	<b>158,586</b>	货币资金	11,731	6,378	10,985	17,513	20,323	30,241
增长率	35.2%	92.1%	101.3%	72.1%	20.6%	18.0%	应收款项	1,348	2,457	6,930	9,346	11,461	13,744
主营业务成本	16,666	29,470	55,320	93,367	111,174	130,358	存货	1,719	2,023	4,548	6,484	7,720	9,053
%销售收入	99.5%	91.6%	85.5%	83.8%	82.7%	82.2%	其他流动资产	7,671	15,595	17,198	21,849	23,457	25,151
毛利	80	2,694	9,412	18,046	23,221	28,228	流动资产	22,470	26,453	39,662	55,192	62,962	78,188
%销售收入	0.5%	8.4%	14.5%	16.2%	17.3%	17.8%	%总资产	79.0%	70.3%	63.1%	67.0%	67.4%	70.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	44	164	231	231	231	231
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	3,868	5,537	10,243	12,243	14,043	15,543
销售费用	1,795	2,138	3,654	5,633	6,752	7,454	%总资产	13.6%	14.7%	16.3%	14.9%	15.0%	13.9%
%销售收入	10.7%	6.6%	5.6%	5.1%	5.0%	4.7%	无形资产	735	734	1,848	1,848	1,848	1,848
管理费用	858	1,137	1,941	3,107	3,616	3,965	非流动资产	5,984	11,194	23,156	27,156	30,456	33,456
%销售收入	5.1%	3.5%	3.0%	2.8%	2.7%	2.5%	%总资产	21.0%	29.7%	36.9%	33.0%	32.6%	30.0%
研发费用	1,920	2,896	4,292	6,725	7,724	8,722	<b>资产总计</b>	<b>28,453</b>	<b>37,647</b>	<b>62,818</b>	<b>82,348</b>	<b>93,418</b>	<b>111,645</b>
%销售收入	11.5%	9.0%	6.6%	6.0%	5.7%	5.5%	短期借款	1,581	1,266	654	654	654	654
息税前利润 (EBIT)	-4,373	-3,129	245	3,813	5,772	8,803	应付款项	9,847	18,903	33,099	45,387	47,867	54,316
%销售收入	-26.1%	-9.7%	0.4%	3.4%	4.3%	5.6%	其他流动负债	2,526	4,806	9,077	12,255	14,783	17,444
财务费用	-157	-309	-294	-157	-168	-191	流动负债	13,954	24,975	42,829	58,296	63,304	72,414
%销售收入	-0.9%	-1.0%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	892	1,108	2,307	2,427	2,577	2,727
投资收益	4	42	67	221	269	269	其他长期负债	1,110	1,493	3,564	3,564	3,564	3,564
%税前利润	-0.1%	-1.5%	12.5%	5.6%	4.5%	3.0%	负债	15,955	27,576	48,700	64,287	69,445	78,705
营业利润	-4,492	-3,477	-476	2,581	5,129	8,088	<b>普通股股东权益</b>	12,498	10,071	14,118	18,061	23,973	32,940
营业利润率	-26.8%	-10.8%	-0.7%	2.3%	3.8%	5.1%	其中：股本	1,337	1,337	1,422	1,422	1,422	1,422
营业外收支							未分配利润	11,170	8,816	12,799	16,742	22,655	31,621
税前利润	-4,216	-2,821	538	3,971	5,940	8,994	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	-25.2%	-8.8%	0.8%	3.6%	4.4%	5.7%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,453</b>	<b>37,647</b>	<b>62,818</b>	<b>82,348</b>	<b>93,418</b>	<b>111,645</b>
所得税	0	0	0	0	0	0	<b>比率分析</b>						
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	每股指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-4,216	-2,821	538	3,971	5,940	8,994	每股收益	-3.62	-2.11	0.39	2.79	4.18	6.33
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	9.35	7.53	9.93	12.70	16.86	23.17
归属于母公司的净利润	-4,216	-2,821	538	3,971	5,940	8,994	每股经营现金净流	0.81	6.34	8.88	6.55	3.83	8.58
净利率	n.a	n.a	0.8%	3.6%	4.4%	5.7%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							回报率						
<b>现金流量表(人民币 百万)</b>							净资产收益率	-33.74%	-28.01%	3.81%	21.98%	24.78%	27.30%
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率	-14.82%	-7.49%	0.86%	4.82%	6.36%	8.06%
净利润	-4,216	-2,821	538	3,971	5,940	8,994	投入资本收益率	-29.21%	-25.15%	1.43%	18.04%	21.22%	24.24%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	788	598	1,160	-1,129	-535	-603	主营业务收入增长率	35.22%	92.06%	101.25%	72.12%	20.63%	18.00%
非经营收益							EBIT 增长率	16.14%	28.44%	107.82%	1458.51%	51.37%	52.52%
营运资金变动	3,941	10,092	9,774	6,465	48	3,801	净利润增长率	17.47%	33.10%	119.09%	637.48%	49.60%	51.42%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,082</b>	<b>8,471</b>	<b>12,623</b>	<b>9,306</b>	<b>5,452</b>	<b>12,192</b>	总资产增长率	47.67%	32.31%	66.86%	31.09%	13.44%	19.51%
资本开支	-1,394	-2,151	-4,799	-2,000	-1,800	-1,500	<b>资产管理能力</b>						
投资	-3,537	-11,334	-6,729	-2,000	-1,500	-1,500	应收账款周转天数	28.1	16.3	20.0	19.9	21.3	22.0
其他	71	162	442	1,232	643	715	存货周转天数	37.5	22.9	21.4	21.3	23.0	23.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,860</b>	<b>-13,323</b>	<b>-11,086</b>	<b>-2,768</b>	<b>-2,657</b>	<b>-2,285</b>	应付账款周转天数	171.0	175.6	169.2	151.3	151.0	141.1
股权募资	7,777	0	2,600	0	0	0	固定资产周转天数	76.1	52.6	43.9	36.3	35.2	33.6
债权募资	558	-140	447	120	150	150	<b>偿债能力</b>						
其他	217	-364	50	-102	-107	-112	净负债/股东权益	-87.36%	-154.26%	-106.70%	-118.89%	-100.66%	-102.91%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>8,552</b>	<b>-503</b>	<b>3,097</b>	<b>18</b>	<b>43</b>	<b>38</b>	EBIT 利息保障倍数	-60.6	-79.2	2.3	37.2	53.9	78.3
<b>现金净流量</b>	<b>4,782</b>	<b>-5,353</b>	<b>4,607</b>	<b>6,528</b>	<b>2,810</b>	<b>9,918</b>	资产负债率	56.07%	73.25%	77.53%	78.07%	74.34%	70.50%

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。

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：北京市东城区建国内大街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**