

零跑汽车 (09863.HK)

海外领跑新势力，新车表现优秀

零跑汽车 26Q1 销量带动收入同比增长，指引 Q2 毛利率环比明显提升。 26Q1，公司实现 11 万销量，同比增长 25.8%，带动收入同比增长 8% 至 108.2 亿元。一季度综合毛利率实现 9.4%，同比下滑 5.5pct 主要是由于 1) 整车产品组合的变动，部分被持续进行的成本管理所抵消；2) 战略合作业务减少。由于一些政府补贴相关的收入，公司归母净亏损大幅好于预期，26Q1 录得 3.9 亿元的归母净亏损，归母净亏损率大约 3.6%。

展望 Q2 及全年，公司 4 月销量已达到创纪录的 7.1 万辆，位居新势力品牌销量第一，指引 Q2 销量在 24-25 万辆之间，预计毛利率在 12%-13%；公司维持全年 100 万销量、50 亿元利润的目标。

海外销量有望超出此前 10-15 万的指引上限。 公司 26Q1 出口总量达到 4.1 万台，同比增长 442%，4 月出口总量达到 14225 台，领跑新势力出海。1) **车型方面**，公司计划于 6 月在欧洲 26 国推出 Lafa5，于 26Q3 在欧洲市场推出 A10。考虑到今年由于油价上涨引起海外新能源汽车需求旺盛，叠加公司新车产品竞争力优秀，我们认为 2026 年零跑汽车出口量有望超出此前指引的 10-15 万辆。2) **渠道方面**，截至 26Q1，零跑国际在欧洲、中东、非洲和亚太等 40 个国际市场建立了约 1000 家兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲/亚太/南美市场各自超过 850 家/50 家/30 家。3) **在本地化生产方面**，公司在西班牙萨拉戈萨工厂推进的 B10 本地化生产项目进展顺利，预计 26Q3 实现欧洲本地化生产。4) 此外，零跑持续深化与 Stellantis 的战略合作，Stellantis 旗下欧宝品牌的新车型（预计于 2027 年底至 2028 年上市）将与零跑 B10 在萨拉戈萨工厂共线生产，零跑作为供应商，为欧宝品牌车型提供电驱系统、座舱控制器等自研自制零部件；Stellantis 旗下马德里工厂具有较大可能出售给零跑国际。

公司即将推出 A05、D99 等新车及 C 系列改款，第二品牌最快于 2026 年底或 2027 年初亮相。 1) **从新车表现和后续节奏上看**，3 月 26 日上市的 A10 持续热销，28 天大定突破 4 万台，4 月中上市的 D19 表现超出预期，15 天大定达到 1.5 万台，目标稳态月销过万。公司未来两个月内将发布 A05 和 D99，其中旗舰 MPV D99 计划在 6 月预售、7 月交付。此外，公司预计在 6 月完成 C10、C16、C11 等车型的改款，产品力大幅提升。2) **渠道方面**，截至 26Q1 末，零跑汽车服务网络覆盖 297 个城市，累计布局 993 家销售门店（433 家零跑中心/560 家体验中心）及 542 家服务门店。公司新增县级市场二级网络渠道拓展及建设，累计备案二级网络 613 个，提升渠道覆盖度和影响力。3) **展望明年规划**，公司预计将推出第二品牌，通过产品引领第二品牌向上发展，产品最快于 2026 年底或 2027 年初亮相，最晚于 2027H1 上市。

投资建议：公司后续产品周期仍非常强势。考虑到公司后续将发布第二品牌，我们适当上调 2027-28 年业绩预测，预计公司 2026-2028 年销量 103/146/166 万辆，总收入 1114/1734/2129 亿元；2026-2028 年归母净利润 50/114/152 亿元，归母净利润率 4.5%/6.6%/7.2%。我们给予零跑汽车 1044 亿港元目标估值，对应 18x 2026e P/E、0.8x 2026e P/S，目标价 73 港元，维持“买入”评级。

风险提示：新车型销量不及预期风险、海外销售不及预期、价格竞争激烈风险、上游原材料涨价风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险、政策风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	32,164	64,680	111,406	173,398	212,863
增长率 YoY (%)	92	101	72	56	23
归母净利润 (百万元)	-2,821	538	5,024	11,444	15,229
增长率 YoY (%)	33	119	833	128	33
归母净利润率 (%)	-8.8	0.8	4.5	6.6	7.2
EPS (元/股)	-2.11	0.38	3.53	8.05	10.71
P/S (倍)	1.7	0.9	0.5	0.3	0.3
P/E (倍)	-18.6	103.4	11.1	4.9	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 15 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 15 日收盘价 (港元)	45.22
总市值 (百万港元)	64,294.37
总股本 (百万股)	1,421.81
其中自由流通股 (%)	79.55
30 日日均成交量 (百万股)	12.25

股价走势



分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《零跑汽车 (09863.HK): 2025 年度扭亏为盈, 看好 A 系列和 D 系列新车》 2026-03-19
- 《零跑汽车 (09863.HK): 国内外均高速增长, 产品周期强势》 2025-11-20
- 《零跑汽车 (09863.HK): 半年度扭亏, 明年将继续高速增长》 2025-08-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	26453	39662	58207	100240	128383
现金及现金等价物	6378	10985	25058	58423	87165
受限制现金	1254	3148	3148	3148	3148
贸易应收款项及应收票据	1981	5210	5312	11065	9039
存货	2023	4548	8919	11834	13261
其他流动资产	14817	15770	15770	15770	15770
非流动资产	11194	23156	29027	34472	39552
固定资产	5537	10243	13114	15558	17639
使用权资产	736	1830	1830	1830	1830
无形资产	450	463	463	463	463
于一家联营公司的投资	164	231	231	231	231
其他非流动资产	4306	10390	13390	16390	19390
资产总计	37647	62818	87235	134712	167936
流动负债	24975	42829	61221	96255	113249
借款	1266	654	1240	1826	2412
贸易应付款项及应付票据	18903	33099	45016	73695	86916
经营租赁负债流动部分	145	237	237	237	237
其他流动负债	4660	8840	14729	20497	23684
非流动负债	2601	5871	5871	5871	5871
长期借款	1108	2307	2307	2307	2307
其他非流动负债	1493	3564	3564	3564	3564
负债合计	27576	48700	67093	102126	119121
股本	1337	1337	1422	1422	1422
储备	25058	25451	28875	29875	30875
未分配利润	-16717	-16179	-11155	289	15518
归属母公司股东权益	10071	14118	20142	32586	48815
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	10071	14118	20142	32586	48815
负债及权益总额	37647	62818	87235	134712	167936

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8471	12623	20233	39526	34902
净利润	-2821	538	5024	11444	15229
折旧及摊销	671	1176	1876	2303	2666
营运资金变动	9316	11590	13333	25780	17006
其他经营现金流	1305	-681	0	0	0
投资活动现金流	-13323	-11086	-7747	-7747	-7747
购买固定资产	-2115	-4747	-4747	-4747	-4747
其他投资现金流	-11208	-6339	-3000	-3000	-3000
筹资活动现金流	-503	3097	1586	1586	1586
短期借款	2078	866	866	866	866
普通股增加	0	2600	1000	1000	1000
其他筹资现金流	-2581	-369	-280	-280	-280
现金净增加额	-5356	4634	14073	33366	28741

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32164	64680	111406	173398	212863
营业成本	29470	55268	96969	149426	180687
毛利润	2694	9412	14437	23972	32175
研发费用	2896	4292	4286	5915	8315
销售费用	2138	3654	4400	6260	8660
行政费用	858	1137	1941	1760	1960
经营利润	-2340	1465	5751	11798	15201
财务费用	309	294	288	983	1577
金融资产减值亏损净额	-5	-26	0	0	0
其他收入	175	591	607	0	0
其他收益净额	135	88	82	82	82
应占联营公司溢利净额	42	67	56	541	649
所得税费用	-0	0	0	0	0
净利润	-2821	538	5024	11444	15229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-2821	538	5024	11444	15229

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	92	101	72	56	23
营业利润(%)	23	86	939	146	31
归属于母公司净利润(%)	33	119	833	128	33
获利能力					
毛利率(%)	8.4	14.6	13.0	13.8	15.1
净利率(%)	-8.8	0.8	4.5	6.6	7.2
ROE(%)	-28.0	3.8	24.9	35.1	31.2
ROIC(%)	-74.0	-57.1	34.8	-18.4	-29.3
偿债能力					
资产负债率(%)	73.2	77.5	76.9	75.8	70.9
净负债比率(%)	-50.8	-73.2	-118.2	-173.7	-173.6
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.3	1.5	1.6	1.4
应收账款周转率	22.1	18.0	21.2	21.2	21.2
应付账款周转率	2.1	2.1	2.5	2.5	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.11	0.38	3.53	8.05	10.71
每股经营现金流(最新摊薄)	3.2	4.4	7.1	13.9	12.3
每股净资产(最新摊薄)	3.8	5.0	7.1	11.5	17.2
估值比率					
P/S	1.7	0.9	0.5	0.3	0.3
P/B	10.4	7.9	5.5	3.4	2.3
P/E	-18.6	103.4	11.1	4.9	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 15 日收盘价

图表 1: 零跑汽车核心盈利预测: 年度

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总销量 (万辆)	29.4	59.7	103.5	145.8	165.7
T03 国内	5.7	4.8	1.5	1.6	1.6
C11	7.8	9.5	8.4	8.4	8.4
C01	2.9	0.9	0.0	-	-
C10 国内	7.2	13.6	13.3	13.4	13.6
C16	4.4	8.0	7.3	7.6	7.9
B10 国内	-	7.7	6.8	8.0	8.0
B01	-	6.8	6.9	8.0	8.0
Lafa5 国内	-	1.8	4.8	5.6	5.6
A10 国内	-	-	14.6	20.0	20.0
D19	-	-	7.9	12.8	12.8
A05	-	-	9.5	20.0	20.0
D99	-	-	4.2	10.0	10.0
海外销售 (仅现有车型)	1.5	6.7	18	20	26
2027 年新车及后续海外车型	-	-	-	10	24
总收入 (百万元)	32,164	64,680	111,406	173,398	212,863
汽车及部件销售	32006	62010	108332	171940	211205
服务及其他	158	2670	3075	1458	1657
毛利 (百万元)	2,694	9,412	14,437	23,972	32,175
毛利率	8%	15%	13%	14%	15%
研发费用率	-9.0%	-6.6%	-3.8%	-3.4%	-3.9%
销售费用率	-6.6%	-5.6%	-3.9%	-3.6%	-4.1%
管理费用率	-3.5%	-3.0%	-1.6%	-1.1%	-1.1%
营业利润 (百万元)	-3,477	-476	3,991	9,838	12,921
营业利润率	-11%	-1%	4%	6%	6%
归母净利润 (百万元)	-2,821	538	5,024	11,444	15,229
净利润率	-8.8%	0.8%	4.5%	6.6%	7.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 2: 零跑汽车核心盈利预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E
总销量 (万辆)	8.8	13.4	17.4	20.1	11.0	24.4	33.0	35.1
T03 国内	1.4	1.6	1.0	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4
C11	2.2	2.1	2.8	2.4	1.1	2.0	2.8	2.4
C01	0.4	0.2	0.1	0.2	0.0	-	-	-
C10 国内	2.4	3.3	3.7	4.2	2.1	3.2	3.8	4.3
C16	1.7	1.6	2.4	2.2	0.9	1.6	2.4	2.5
B10 国内	-	3.1	2.4	2.1	0.8	2.0	2.0	2.0
B01	-	0.2	3.1	3.5	0.9	2.0	2.0	2.0
Lafa5 国内	-	-	-	1.8	0.6	1.4	1.4	1.4
A10 国内	-	-	-	-	0.4	4.2	5.0	5.0
D19	-	-	-	-	-	1.7	3.0	3.2
A05	-	-	-	-	-	0.5	4.0	5.0
D99	-	-	-	-	-	0.2	1.5	2.5
海外销售	0.8	1.3	1.7	2.9	4.1	5.2	4.6	4.5
总收入 (百万元)	10,020	14,230	19,446	20,985	10,822	25,182	36,001	39,401
汽车及部件销售	9,485	13,875	18,945	19,705	10,471	24,438	35,072	38,350
服务及其他	535	355	500	1,280	350	744	930	1,051
毛利 (百万元)	1,494	1,931	2,827	3,159	1,018	3,058	4,734	5,627
毛利率	15%	14%	15%	15%	9%	12%	13%	14%
研发费用率	-8.0%	-7.7%	-6.2%	-5.7%	-9.6%	-4.2%	-3.0%	-2.8%
销售费用率	-6.1%	-5.6%	-4.9%	-6.2%	-6.3%	-4.9%	-3.4%	-3.1%
管理费用率	-3.8%	-2.9%	-3.2%	-2.5%	-4.1%	-1.7%	-1.2%	-1.1%
营业利润 (百万元)	-296	-368	37	151	-1,142	317	1,972	2,844
营业利润率	-3%	-3%	0%	1%	-11%	1%	5%	7%
归母净利润 (百万元)	-130	163	277	228	-386	410	2,065	2,936
净利润率	-1.3%	1.1%	1.4%	1.1%	-3.6%	1.6%	5.7%	7.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 2025Q1-2026Q1 分车型销量数据、收入拆分为估计数据。)

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com