

零跑汽车 (09863.HK)

全域自研驱动技术降本，汽车出口盈利前景可期

2024年04月18日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吴柳燕（分析师）

李秉宸（联系人）

wuliuyan@kysec.cn

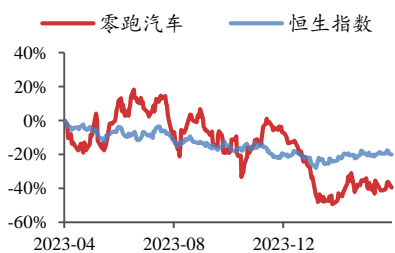
libingchen@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122090026

日期	2024/4/17
当前股价(港元)	23.450
一年最高最低(港元)	48.500/19.600
总市值(亿港元)	313.52
流通市值(亿港元)	261.80
总股本(亿股)	13.37
流通港股(亿股)	11.16
近3个月换手率(%)	20.04

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内主流市场力求稳中有升，借力 Stellantis 出口有望于 2026 年利润放量

2024 年 C10、C16 新车型发布，2024H2 T03、C10 车型有望实现出口，预计 2024-2026 年销量为 24.4/44.3/60.9 万辆，对应 2024-2026 年总收入为 269/507/714 亿元，同比增长 60%/89%/41%；基于规模效应提升、技术迭代及原物料降本有望驱动单车成本下降，预计 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润为 -30/-11/9 亿元，当前股价 23.45 港元对应 2024-2026 年 1.1/0.6/0.5 倍 PS。伴随 C10、C16 等新车型陆续启动，国内市场份额力求稳中有升，待行业格局稳定后有望带来国内汽车销售业务亏损收窄；同时海外汽车销售有望于 2024H2 起量、轻资产模式确保稳定盈利能力，公司整体有望于 2026 年迎来利润放量，首次覆盖给予“买入”评级。

● 管理研发生产精准把控，确保产品性价比优势

公司采取“纯电+增程”双动力战略，聚焦 10-20 万元国内乘用车主流价格带，当前共有 T03、C11、C01、C10 合计 4 款车型，后续将逐步拓宽价格段覆盖范围。产品核心竞争优势为高性价比，相比同业竞品在价格、轴距空间、智能化方面具备一定优势，源自其管理、研发、生产多维度共同驱动的较强成本控制能力。(1) 管理：核心高管相关经验丰富，管理架构扁平化，SVP 及 VP 皆直接对接 CEO 朱江明。(2) 研发：研发路径明确、研发效率高，平台通用化率达 88%，全域自研驱动软硬件技术降本；(3) 生产：自研自产降低整车制造成本，除电芯、智能芯片、传统内外饰外其他零部件基本实现自产自给；(4) 渠道：以经销商为主，经销门店数量占比达 85%，在覆盖度及销售效率方面仍具备提升空间。

● 借力 Stellantis 渠道、售后服务及品牌，驱动海外销量扩张及稳定盈利能力

Stellantis 集团为欧洲第二大汽车集团，旗下共有 16 个主要汽车品牌，渠道门店遍布欧洲，公司与 Stellantis 集团分别以 51:49 的比例合资成立“零跑国际”，此合资公司独家拥有零跑汽车海外销售权。公司产品相较欧洲主流电动汽车具备显著的性价比优势，预计 2024 年下半年开始向欧洲市场交付新车。公司借助 Stellantis 集团渠道、售后服务资源、以及品牌影响力有望实现海外销量更快速爬升，且海外合作轻资产模式确保稳定的盈利能力。

● 风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、新能源汽车增长不如预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,385	16,747	26,852	50,711	71,366
YOY(%)	295.4	35.2	60.3	88.9	40.7
Non-GAAP 净利润(百万元)	-4,566	-3,518	-3,019	-1,070	905
YOY(%)	-	-	-	-	-
毛利率(%)	-15.4	0.5	5.0	6.6	8.4
净利率(%)	-36.9	-21.0	-11.2	-2.1	1.3
ROE(%)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
EPS(摊薄/元)	-4.4	-3.0	-2.4	-0.8	0.7
P/E(倍)	-	-	-	-	-
P/S(倍)	2.1	1.7	1.1	0.6	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

(注:2024 年 4 月 18 日汇率 港币:人民币=0.9241)

目 录

1、 零跑汽车：全域自研，聚焦主流新能源市场	4
1.1、 发展历史：聚焦主流新能源市场，出海战略明确.....	4
1.2、 股价复盘：跟随整车整体贝塔以及自身新车产品周期.....	4
2、 核心优势：管理研发生产精准把控，确保产品性价比优势.....	5
2.1、 管理：架构扁平化，决策机制高效.....	6
2.2、 研发：平台复用率高，全域自研驱动软硬件技术降本.....	7
2.3、 生产：自研自产比例较高，垂直整合模式提升成本控制能力.....	10
2.4、 渠道：经销为主，覆盖度及销售效率具备提升空间.....	12
3、 产品矩阵：“纯电+增程”双动力战略，性价比优势突出.....	14
3.1、 T03：定位微型车市场，具备同级别性价比优势.....	16
3.2、 C11：2024 款于 3 月正式上市，具备空间、悬挂、智能化等优势.....	17
3.3、 C01：高性价比轿车，覆盖 15-20 万元中大型轿车市场.....	20
3.4、 C10：首款 LEAP 3.0 架构产品，聚焦年轻用户群体.....	22
4、 出口前景：Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力.....	24
5、 盈利预测与投资建议.....	26
6、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 公司发展快速，截至 2023 年累计交付已达 30 万辆.....	4
图 2： 行业趋势+自身积极变化或为股价变化主因	5
图 3： 公司整体经营决策仍以 CEO 朱江明为主导.....	7
图 4： 公司单车研发费用较低(单位：万元).....	8
图 5： 公司于 2024 年 1 月 10 日发布 LEAP 3.0 技术架构.....	8
图 6： “四叶草”中央集成电子电气架构，有望实现智能汽车核心部件的高效协同	9
图 7： CTC 2.0 技术有效提升安全、续航、力学性能.....	9
图 8： 智能油冷电驱具有小型、高能、静谧等特性.....	10
图 9： 高中低配方案，满足公司全系车型应用.....	10
图 10： 供应链自研自产比例较高	11
图 11： 经销为主，门店快速扩张 (单位：家).....	12
图 12： 2023 年公司单店销售效率偏低、具备提升空间(单位：辆).....	13
图 13： 公司单车销售费用较低	14
图 14： 2023 年国内 10-20 万元乘用车销量占比为 52%，为汽车销售主力价格带	15
图 15： 2023 年 10-20 万元新能源渗透率低于行业平均水平	15
图 16： T03 巅峰月销达 7000 辆水平	17
图 17： C11 纯电版销量占比回落，主要受 C11 超级增程版规模交付影响.....	18
图 18： 2023 年 9 月推出超级增程版，销量于 2023 年 11 月突破至 4500 辆.....	20
图 19： 2023 年 9 月 C01 超级增程版发布后，月销量稳定在 3000 辆水平	22
图 20： C10 偏重科技运动感.....	23
图 21： C11 空间及舒适性更佳.....	23
图 22： 欧洲五国电动渗透率相对较低	24
图 23： 国内新能源汽车出口高速增长	24

图 24: Stellantis 集团为欧洲第二大汽车集团.....	25
图 25: Stellantis 集团旗下共有 16 个主要汽车品牌.....	25
表 1: 管理层背景多元, 相关研发及管理经验丰富.....	6
表 2: 与友商相比, 公司电池核心零部件自产比例较高.....	11
表 3: 工厂产能充足.....	12
表 4: 门店渠道分布不均, 近半数门店集中于华东地区.....	12
表 5: 零跑汽车聚焦 10-20 万元国内乘用车主流价格带.....	14
表 6: T03 具备一定性价比优势.....	16
表 7: 高性价比中型 SUV, 空间、悬挂、智能化等方面优于竞品产品.....	17
表 8: 零跑 C11 超级增程版于 2023 年 9 月上市, 延续空间、配置、智能化领域优势.....	19
表 9: C01 定位 15-20 万中大型纯电轿车, 延续公司产品高性价比优势.....	20
表 10: 2024 年款 C01 增程版于 2024 年 3 月正式上市.....	21
表 11: C10 与 C11 于价格上有重叠, 但细分配置仍有一定差异.....	23
表 12: Stellantis 以约 15 亿欧元获得公司 21.26%的股权.....	24
表 13: 零跑 T03 价格仅为竞品的 1/2-1/4, 性价比优势明显.....	25
表 14: C10 为公司首款全球化战略车型.....	25
表 15: 零跑汽车盈利预测.....	26
表 16: 零跑汽车同业基本面及估值对比.....	27

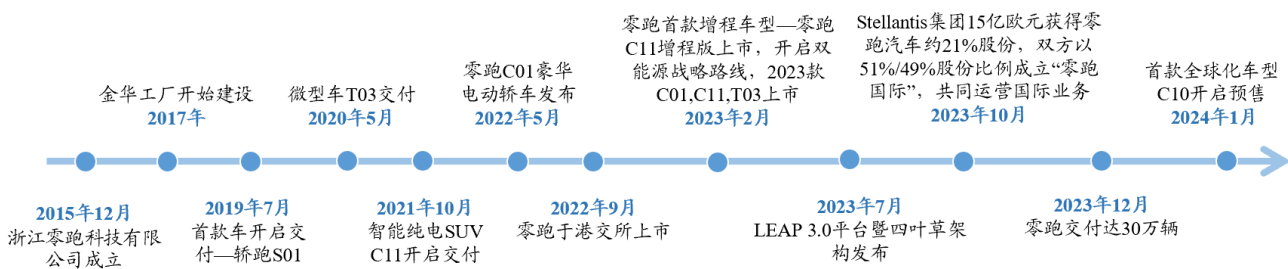
1、零跑汽车：全域自研，聚焦主流新能源市场

1.1、发展历史：聚焦主流新能源市场，出海战略明确

零跑汽车成立于2015年12月，主要创始人为朱江明及傅利泉(两位皆为大华股份的联合创始人)，公司重点聚焦新能源汽车市场，全域自研汽车各项软硬件环节，成本控制能力较为突出，车型产品具有性价比优势。车型矩阵方面，公司现有7款增程及纯电车型，包括T03、C11纯电及增程款、C01纯电及增程款、C10纯电及增程款，当前主要覆盖20万以下汽车市场，往后凭借软硬件技术升级以及销量口碑的提升，整体价格带有望逐步提升至20万以上，截至2023年12月，累计交付已达30万辆。公司现有两座整车生产工厂，分别为金华及在建的钱塘工厂，整体产能有望于2024年底突破70万辆水平。

2023年公司发布LEAP 3.0平台及四叶草架构，整体零部件复用程度及成本控制能力得到有效提升；于同年10月，与Stellantis集团达成全球战略合作伙伴关系，Stellantis集团投资15亿欧元，并获得零跑汽车约21%的股权，同时双方共同成立合资公司“零跑国际”，共同运营零跑汽车国际业务，扩大公司海外销售市场。

图1：公司发展快速，截至2023年累计交付已达30万辆



资料来源：公司公告、公司官网、新浪汽车、车知事公众号等、开源证券研究所

1.2、股价复盘：跟随整车整体贝塔以及自身新车产品周期

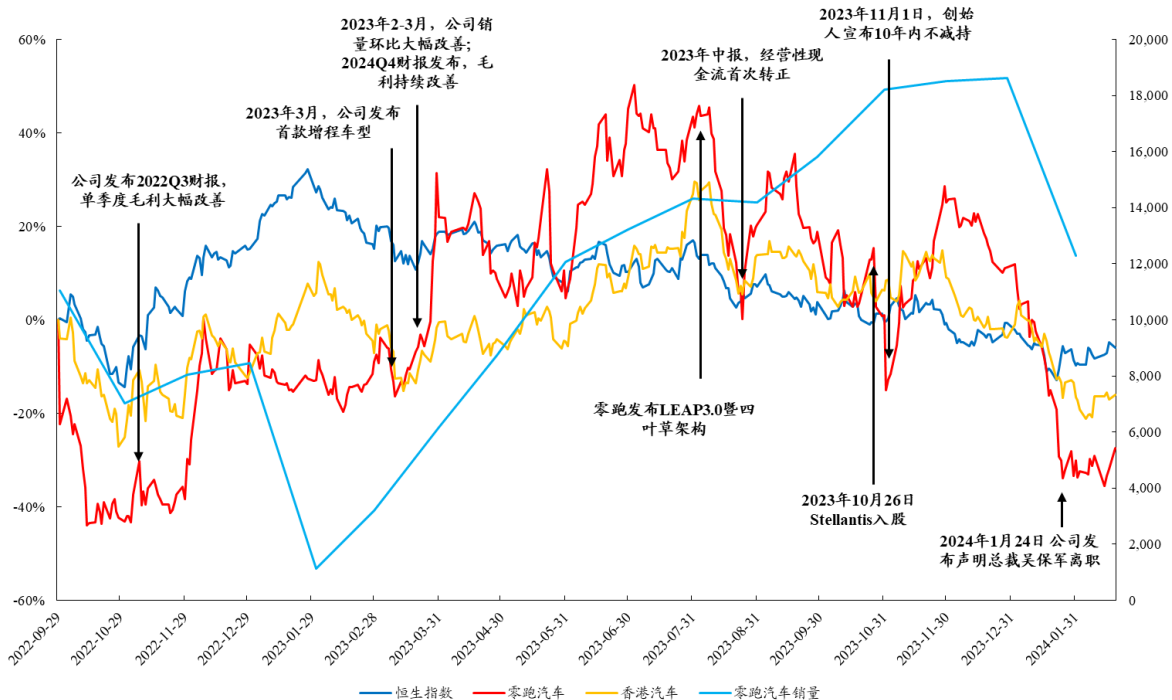
公司2022年9月于港股上市，2022年香港汽车指数整体下跌，主要由于国内公共卫生事件影响线下汽车消费，公司股价落后于汽车指数，主要由于上市之初整体销量数据偏弱，同年12月全国正式解封，整体汽车板块相应企稳回升；

2023H1，疫情缓解、汽车降价潮过后新能源汽车销量迅速回升，香港汽车指数向好，公司于同年3月4款新车正式上市，分别为零跑C11增程版、2023款C11纯电动版、2023款C01以及全新入门款T03，新车周期带动销量回升，2023年3-5月销量分别为6172/8726/12058辆，环比增长分别为93%/41%/38%，进而驱动股价上涨，整体上涨幅度优于汽车大盘；

2023年7-8月传统汽车淡季，汽车板块处在盘整阶段；2023年8月底，公司中报披露首次经营性现金流转正，财务数据改善驱动公司股价反弹；2023年10月26日，Stellantis入股公司、持股约21%，引发市场错误解读以及部分资金获利了结，导致股价大幅下跌；2023年11月1日，创始人兼CEO朱江明宣布10年内不再减持

公司股票，市场对公司与 Stellantis 海外出口合作前景模式具备更加清晰理解，公司股价随之上涨；2023 年 12 月-2024 年 2 月期间，国内新能源汽车渗透率上升斜率放缓、汽车降价潮引发市场对汽车整车板块整体担忧，公司股价跟随汽车整车板块系统性调整。

图2：行业趋势+自身积极变化或为股价变化主因



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（零跑汽车销量单位为辆；右轴）

2、核心优势：管理研发生产精准把控，确保产品性价比优势

公司产品核心竞争优势为高性价比，于三电、续航、空间、智能化等方面皆无明显短板，于部份细分领域则有一定优势，具体体现为：

- (1) 空间：公司车型对比相似价格区间的新能源竞品，轴距空间具备优势。
- (2) 价格：对比相同级别轴距的竞品车型，公司车型则有价格优势。
- (3) 智能化：C11、C10 等车型具有 15-20 万价格区间中顶尖的智能化配置。

高性价比的核心优势则来自于研发、生产、渠道、管理等多方面驱动的成本控制能力。

- (1) 管理：公司创始人团队保持稳定，整体管理架构扁平，SVP 及 VP 皆直接对接 CEO 朱江明，驱动决策机制更加高效。
- (2) 研发：基于核心高管技术出身背景，整体研发路径更加明确，驱动效率提升。自研掌握核心软硬件技术，并有效降低生产成本，其中包括三电架构、智能驾驶、智能座舱等核心技术。

- (3) 生产: 公司透过自研掌握核心技术, 并透过自主生产, 进一步降低整车制造成本, 当前主要外购零部件为电芯、智能芯片、传统内外饰等。
- (4) 渠道: 销售网络主要采用“直营+经销商”合作模式, 其中经销商为主要销售动力, 占比达 85%, 当前单店销售效率仍具备提升空间, 北方省份门店覆盖度较低。

2.1、管理: 架构扁平化, 决策机制高效

公司核心管理团队主要来自大华股份、华为、博世、奇瑞汽车等智能化及汽车相关企业。公司管理分工明确, CEO 朱江明为大华股份创始人, 于电子及嵌入式算法领域具有近 30 年研发及制造经验, 大华股份当前为全球安防监控领域排名第二的企业, 基于 CEO 朱江明于电子领域多年的研发经验, 公司确立了软硬件全域自研的长期战略方向, 实现核心软硬件的自研自产。用户运营及产品销售主要由来自华为的徐军、张韦力负责; 软硬件研发工作负责人则主要来自大华技术、博世; 供应链管理则由出身奇瑞汽车的舒春成负责, 核心高管相关研发及管理经验丰富, 整体管理架构扁平, SVP 及 VP 皆直接对接 CEO 朱江明。

表1: 管理层背景多元, 相关研发及管理经验丰富

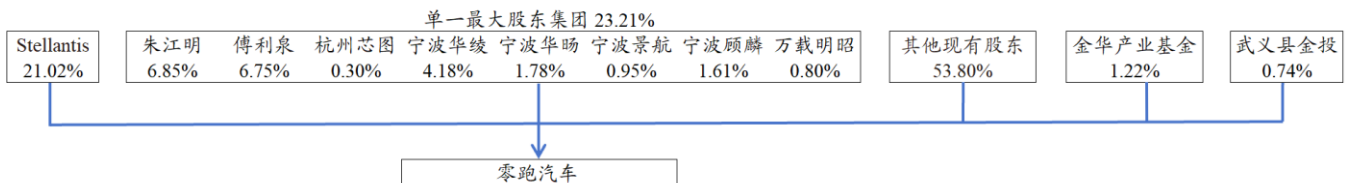
姓名	职位	职责	工作经历
朱江明	董事长兼 CEO	主要负责业务战略、产品研发、生产及供应链管理工作	于电子及嵌入式算法领域拥有近 30 年经验。1993 年联合创建大华技术, 主要负责产品研发、生产及供应链管理工作。2008-2010 年, 加入摩托罗拉杭州公司。2010-2021 年, 回到大华技术继续担任董事。
曹力	执行董事兼高级副总裁	主要负责整车及电池的研发制造工作	于产品设计领域拥有超过 10 年经验。曾任大华技术高级工业工程师、留白工贸(上海)有限公司设计总监、千方工业产品设计(上海)有限公司设计经理。
徐军	高级副总裁兼首席运营官	主要负责公司的销售及服务	拥有丰富的市场营销经验, 曾任上海乔诺企业管理咨询有限公司担任首席营销专家; 华为消费者业务大中国区公开渠道部长及销售副总裁、消费者业务亚太渠道部长; 摩托罗拉(中国)中国区全国渠道总监; 诺基亚(中国)区域经理、西区副总经理及大客户高级经理。
张韦力	高级副总裁兼首席营销官	主要负责市场及用户运营	曾任华为大中华区地区部首席营销官和拉美地区部首席营销官; 实力传播集团有限公司高级客户总监; 三星鹏泰(中国)有限公司数码产品营销负责人。
敬华	高级副总裁兼董事会秘书	主要负责集团行政运营及法务工作	曾任职于华夏视联控股有限公司、华数传媒网络有限公司、华数广电网络股份有限公司。曾任杭州天信数码科技有限公司总经理; 杭州天信信息技术有限公司总经理。
周洪涛	高级副总裁	主要负责智能驾驶及汽车电子软件研发及制造	拥有软件及汽车电子行业近 20 年相关经验。曾任职于大华技术, 负责软件相关工作, 主导完成过多个大型项目。
巫存	副总裁	主要负责电驱动研发及制造	于工程及汽车电子行业拥有近 20 年相关经验。曾任

姓名	职位	职责	工作经历
舒春成	副总裁	主要负责供应链管理	博世汽车部件(苏州)有限公司主任工程师；艾默生环境优化技术(苏州)有限公司高级工程师；苏州三星电子有限公司压缩机电机开发科长。 于汽车供应链管理领域拥有近 20 年相关经验。曾任奇瑞汽车股份有限公司高级采购经理。

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

公司整体经营决策仍以 CEO 朱江明为主导，公司于 2024 年 1 月 19 日与武义县金投订立认购协议，紧随认购协议完成后，包括朱江明、傅利泉、刘云珍(朱江明配偶)、陈爱玲(傅利泉配偶)等在内的单一最大股东集团持有 23.21% 股权，第二股东为 Stellantis 集团持股比例约为 21.02%。单一最大股东集团包含朱江明、傅利泉、刘云珍(朱江明配偶)、陈爱玲(傅利泉配偶)等，根据朱江明、傅利泉于 2016 年 2 月 1 日所订立的一致行动协议，单一最大股东集团于董事会上将根据达成的共识进行统一投票，若未达成共识，则各方应按照朱江明的指示投票。第二股东为 Stellantis 集团具有 2 席董事会席位，2 名董事主要负责对接双方资源和信息，无日常经营决策权。

图3：公司整体经营决策仍以 CEO 朱江明为主导

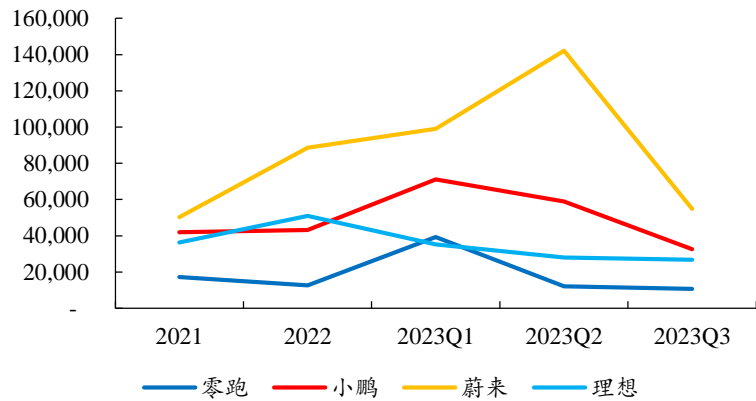


资料来源：公司公告、开源证券研究所 (数据为紧随武义县金投认购完成后的股权架构)

2.2、研发：平台复用率高，全域自研驱动软硬件技术降本

零跑单车研发费用低于国内其他新势力车企。研发费用方面，公司自研自产比例较高，但单车研发费用仍低于蔚来、小鹏、理想等新势力车企，公司 CEO 为技术背景出身，于安防监控设备及嵌入式算法具有深厚经验，驱动公司研发路径更加明确，整体研发效率更高。

图4：公司单车研发费用较低(单位：万元)



数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

公司于2024年1月10日发布LEAP 3.0技术架构，自研全球化整车架构，平台通用化率达88%。基于全域自研，LEAP 3.0整车技术架构可覆盖A0-C级车型产品，此架构以中央集成式电子电气架构为平台，整合CTC2.0底盘一体化技术、智能油冷电驱等全新三电系统，并透过自研智能座舱、智能驾驶，提升产品智能化属性，此外新架构驱动整车通用化率高，进而加强公司成本控制能力。

图5：公司于2024年1月10日发布LEAP 3.0技术架构

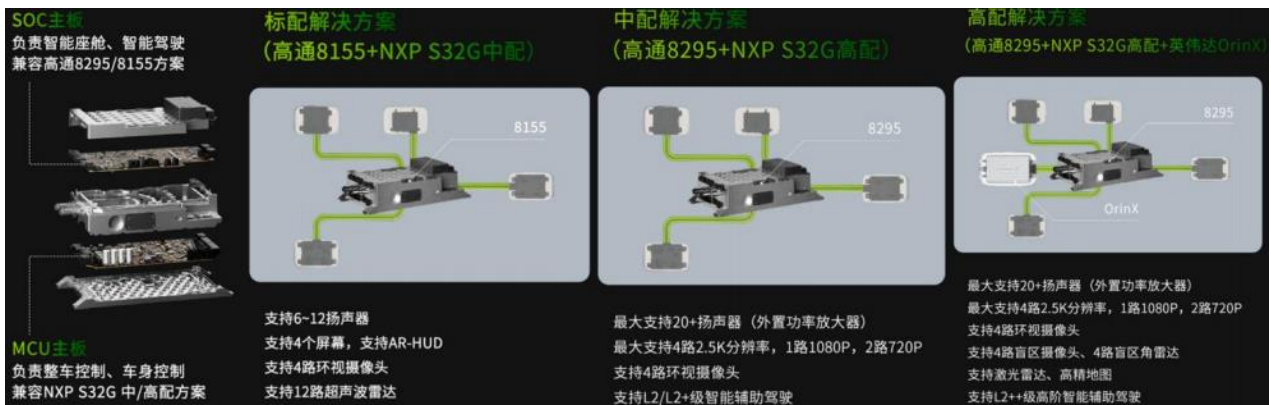


资料来源：零跑汽车公众号

(1)中央集成电子电气架构

2023年7月31日公司发布“四合一”中央集成式电子电气架构，实现了座舱域、智驾域、动力域、车身域的四域合一，命名为“四叶草”架构，电子电气架构为汽车智能化的基础依托，公司四叶草架构使用1颗SOC+1颗MCU实现中央超算，其中SOC负责智能座舱、智能驾驶，MCU负责整车控制、车身控制，预计能实现智能汽车核心部件的高效协同，中央集成式架构亦有望能降低整车控制器数量、线束总长度，进而实现技术降本。

图6：“四叶草”中央集成电子电气架构，有望实现智能汽车核心部件的高效协同



资料来源：零跑汽车公众号

(2) CTC 电池底盘一体化技术

公司于 2023 年发布 CTC 2.0 电池底盘一体化技术,并于 2024 年正式量产于 C10 车型。CTC 2.0 技术采用无电池包、无模组技术,使得电芯及底盘更完整的融为一体,使得车辆空间更大、底盘刚性更强,同时搭载 800V 4C 超充技术,实现充电 10 分钟,续航 200 公里。

- (1) 空间: 整车垂直空间增加 10mm, 电池布置空间增加 17.5%。
- (2) 续航: CTC 综合提升整车续航里程 10%。
- (3) 力学性能: 为整车带来扭转刚度提升 25%, 轻量化系数提升 20%。

图7: CTC 2.0 技术有效提升安全、续航、力学性能



资料来源：电动邦公众号

(3) 智能油冷电驱

公司自研的智能油冷电驱具有小型、高能、静谧等特性,同时兼具中压/高压、圆线/扁线的兼容特性。持续输出动力方面,透过自研的智能油冷技术,能为整车提供长达 30 分钟的最大功率输出。静谧性方面,在时速 60 公里的情况下,电驱噪音低至 76 分贝,提供更高效舒适的行车体验。

图8：智能油冷电驱具有小型、高能、静谧等特性



资料来源：汽车商业评论

(4)智能座舱&智能驾驶

智能座舱方面，公司基于四叶草中央集成式架构，搭载高通 8295 芯片，可实现多种智能座舱功能，其中包括连续性语音识别、车辆控制等实用功能，无感式 OTA 则支持在 8 秒内完成系统升级，座舱体验更加快捷便利。

智能驾驶方面，硬件端实现较大提升，在最新车型 C10 上，公司采用低中高三种算力配置的智能解决方案，标配为高通 8155+恩智浦 S32G 中配、中配为高通 8295+恩智浦 S32G 高配、高配为高通 8295+恩智浦 S32G 高配+英伟达 ORIN-X，其中高配版额外搭载激光雷达，有望于 2025 年支持城市 NOA 功能。

图9：高中低配方案，满足公司全系车型应用



资料来源：公司官网

2.3、生产：自研自产比例较高，垂直整合模式提升成本控制能力

公司当前已实现新能源汽车核心系统及零部件的自主研发及生产制造。除电芯、内外饰外购，底盘、汽车电子电器采用自研及外包生产的模式外，其余整车软硬件皆为自研自产，透过自研自产的垂直整合模式，公司得以简化采购团队，并进一步降低供应链及生产成本，增强自身成本控制能力。

图10：供应链自研自产比例较高



资料来源：公司招股说明书

与友商相比，公司电池核心零部件自产比例较高，自产除电芯外的所有相关软硬件。电池占整车制造成本比例极高，从电池生产环节来看，与友商相比，公司自研自产除电芯外的所有软硬件，友商大多采取自研+代工的模式。中长期来看，公司自研自产的垂直整合模式，有望驱动公司实现领先行业的成本控制能力。

表2：与友商相比，公司电池核心零部件自产比例较高

	零跑汽车	友商 T	友商 B
系统架构	自研	自研	自研
模组	自研+自制	自研+外购	自研
PACK	自研+自制	自研	自研
电池箱体	自研+自制	自研+外购	自研+外购
热管理系统	自研+自制	自研	自研
BDU	自研+自制	自研	自研
BMS 软件	自研+自制	自研	自研
BMS 硬件	自研+自制	自研	自研
BMS 算法	自研+自制	自研	自研
电芯	外购	自研+外购	自研

资料来源：零跑汽车 C10 发布会、开源证券研究所

公司现有两座整车生产工厂，分别为金华及在建的钱塘工厂。金华工厂具备整车及三电零部件的生产能力，当前双班年产能有望突破至 40 万辆以上，电驱系统年产能则在 60 万辆/套；钱塘工厂有望于 2024 年下半年投产，年产能规划为 36 万辆，公司整体产能有望于 2024 年底突破 70 万辆水平。

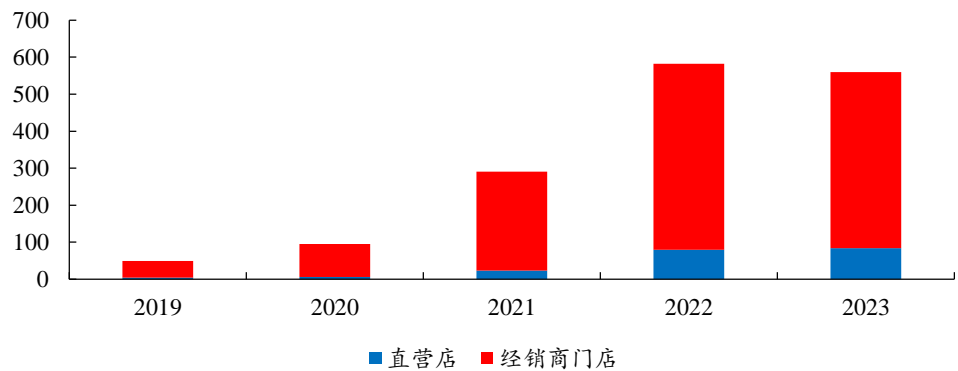
表3: 工厂产能充足

工厂	整车产能	电驱系统产能
金华工厂	年产能 40-45 万辆	60 万套
钱塘工厂	2024 年投产, 36 万辆规划产能	

资料来源: 2023 年年报业绩会、开源证券研究所

2.4、渠道: 经销为主, 覆盖度及销售效率具备提升空间

门店渠道采用“直营+经销商”模式, 其中经销商渠道为销售主力, 2023 年门店占比达 85%。渠道体系以经销商为主, 整体渠道扩张成本相较直营模式更低, 公司预计 2024 年底将完成 800 家门店开设, 持续完善中低线城市渠道布局。

图11: 经销为主, 门店快速扩张 (单位: 家)


数据来源: 公司公告、2023 年年报业绩会、开源证券研究所

公司门店主要分为体验中心(销售)、交付中心(车型交付)、服务中心(售后维修), 亦有部份涵盖销售、交付、服务等功能的综合型门店。当前门店渠道 782 家, 其中具有销售功能的门店为 563 家, 公司 2023 年单店销售数为 256 辆, 与特斯拉、理想汽车差距较大, 略为落后于蔚来及小鹏汽车。分地区来看, 近半数门店集中于华东地区达 360 家, 华南地区次之为 143 家, 华中地区 107 家, 西南地区有 69 家门店, 整体南方门店占比远高于北方地区, 公司当前于华北、西北、东北地区的门店覆盖度仍有不足。公司目前渠道单店销售效率仍有不足, 全新增程式车型及改款的发布, 伴随后续北方省份渠道逐步扩张, 有望助力北方地区销量提升。

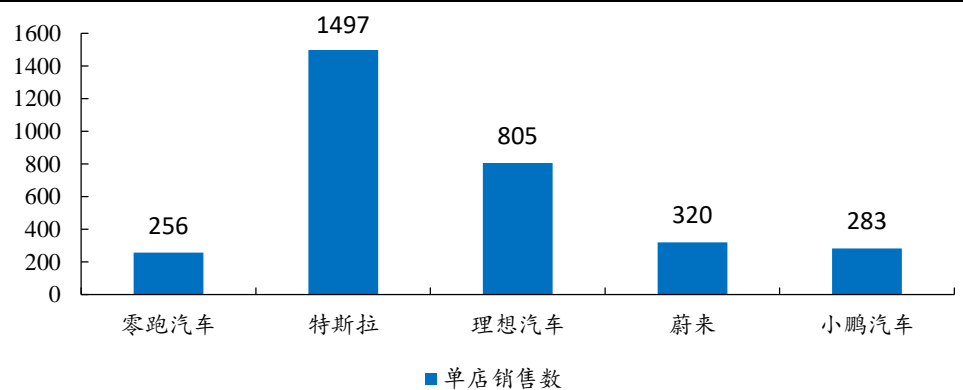
表4: 门店渠道分布不均, 近半数门店集中于华东地区 (单位: 家)

城市&地区	交付&服务&体验	交付&服务	交付中心	服务中心	体验中心	总计
江苏省	11	3	0	20	47	81
上海市	2	1	0	8	19	30
浙江省	12	2	1	39	72	126
山东省	11	0	0	14	32	57
福建省	0	0	0	10	18	28
安徽省	4	0	0	0	20	24
江西省	2	0	0	3	9	14
华东地区	42	6	1	94	217	360
北京市	1	1	1	3	12	18

城市&地区	交付&服务&体验	交付&服务	交付中心	服务中心	体验中心	总计
天津市	3	0	0	1	9	13
河北省	4	0	0	4	6	14
山西省	2	1	0	6	11	20
华北地区	10	2	1	14	38	65
湖北省	4	1	0	6	16	27
湖南省	3	3	0	7	15	28
河南省	7	1	0	18	26	52
华中地区	14	5	0	31	57	107
广东省	11	4	0	27	70	112
广西壮族自治区	1	2	0	6	15	24
海南省	1	0	0	1	5	7
华南地区	13	6	0	34	90	143
吉林省	0	1	0	0	1	2
辽宁省	2	1	0	0	5	8
东北地区	2	2	0	0	6	10
内蒙古	1	1	0	1	3	6
陕西省	0	1	0	6	12	19
甘肃省	0	0	0	0	1	1
青海省	0	0	0	0	1	1
宁夏回族自治区	0	0	0	0	1	1
西北地区	0	2	0	7	18	28
重庆市	1	1	1	2	13	18
四川省	4	1	0	5	23	33
贵州省	3	0	0	2	4	9
云南省	2	0	0	2	5	9
西南地区	10	2	1	11	45	69
总计	92	25	3	191	471	782

数据来源：公司官网、开源证券研究所（数据截至 2024 年 3 月 8 日）

图12：2023 年公司单店销售效率偏低、具备提升空间(单位：辆)

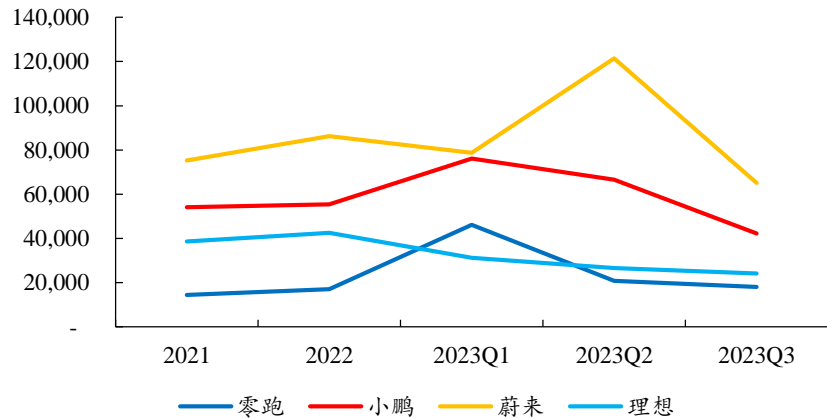


数据来源：各公司公告、蔚来业绩会、理想汽车公众号、开源证券研究所

销售及行政费用方面，考虑到零跑汽车以经销商体系为主，为和蔚小理等新势力车企更具可比性，我们将经销商返利(假设为 6%)加回公司销售费用内，公司单车销售费用低于蔚来、小鹏、理想等友商，费用管理能力更强。

公司产品战略务实，2023 年推出增程车型，触及更多用户群体。当前中低线城市充电桩仍不普及、北方省份气候不适合纯电车型，公司透过推出增程车型，丰富车型矩阵，适用于更多行车场景。

图13：公司单车销售费用较低



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3、产品矩阵：“纯电+增程”双动力战略，性价比优势突出

零跑汽车聚焦 10-20 万元国内乘用车主流价格带，产品性价比突出，结合“纯电+增程”双动力战略，车型包括 SUV、轿车、微型车，覆盖用户日常多种出行场景。公司成本控制能力优秀，驱动产品性价比突出，于空间、智能化、悬挂方面具有一定优势。车型方面，当前共有 4 款纯电车型+3 款增程车型，价格覆盖 5-20 万元，公司后续车型有望维持“纯电+增程”双动力模式，价格带亦有望伴随中大尺寸产品的推出逐步提升至 20 万元以上。

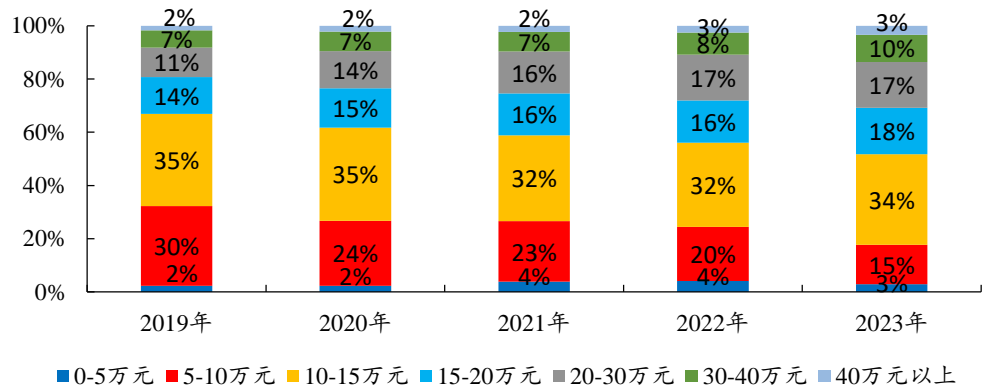
表5：零跑汽车聚焦 10-20 万元国内乘用车主流价格带

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
微型/轿车	 S01 (已停产)	 T03 纯电 (5-10 万价格带)		 C01 纯电 (15-20 万价格带)	 C01 增程 (15-20 万价格带)	
SUV			 C11 纯电 (15-20 万价格带)		 C11 增程 (15-20 万价格带)	 C10 纯电&增程 (15-20 万价格带)

资料来源：公司招股书、搜狐、懂车帝等、开源证券研究所

国内中端车型消费群体庞大，公司持续聚焦 10-20 万元主流乘用车市场。2023 年国内 10-20 万元乘用车销量占比为 52%，为汽车销售主力价格带；10 万元以下乘用车销量占比逐年下降，2023 年销量占比已降至 18%；20-30 万元价格带销量占比近两年稳定在 17%左右；30 万元以上销量占比近两年保持增长趋势，2023 年已达 13%。

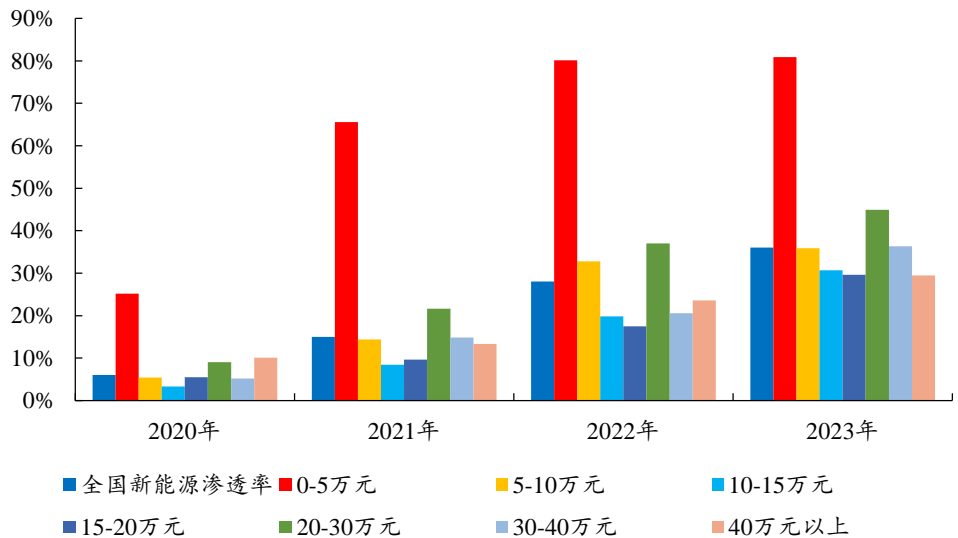
图14：2023 年国内 10-20 万元乘用车销量占比为 52%，为汽车销售主力价格带



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

2023 年 10-20 万元新能源渗透率低于行业平均水平，仍有增长空间。2023 年全国乘用车零售渗透率约为 36%，其中 15-20 万元价格带渗透率较低，2023 年渗透率为 30%；10-15 万元价格带整体新能源渗透率为 31%。

图15：2023 年 10-20 万元新能源渗透率低于行业平均水平



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

公司当前主力销售车型 C11、C01 皆锚定 15-20 万元价格带，2024 年首款新车

C10 持续扩展 15-20 万元价格区间的产品多样性，此外 2024 年有望发布首款 20 万级别车型 C16，后续新车型预计将延续“纯电+增程”的双动力形式，并有望逐步将价格延伸至 10-15 万元及 20 万元以上价格带。

综上所述，公司聚焦国内 10-20 万元主流汽车市场，新能源渗透率仍有较大增长空间，“纯电+增程”等不同动力形式车型则能丰富用户选择，公司凭借高性价比优势及日渐丰富的产品矩阵，有望提升国内市场份额。

3.1、T03: 定位微型车市场，具备同级别性价比优势

零跑 T03 于 2020 年 5 月正式上市，定位在 5-10 万价格带，为公司首款走量车型，聚焦 5-10 万新能源微型车市场，T03 具有一定的性价比优势。低配版车型方面，T03 具有 4.99 万元的价格优势，并标配 200 公里纯电续航，此外 2400mm 的轴距亦在同级别车型的中上水平；高配车型方面，T03 价格为 6.99 万元，并有 403 公里纯电续航，对比竞品高配车型具有价格优势。

表6：T03 具备一定性价比优势

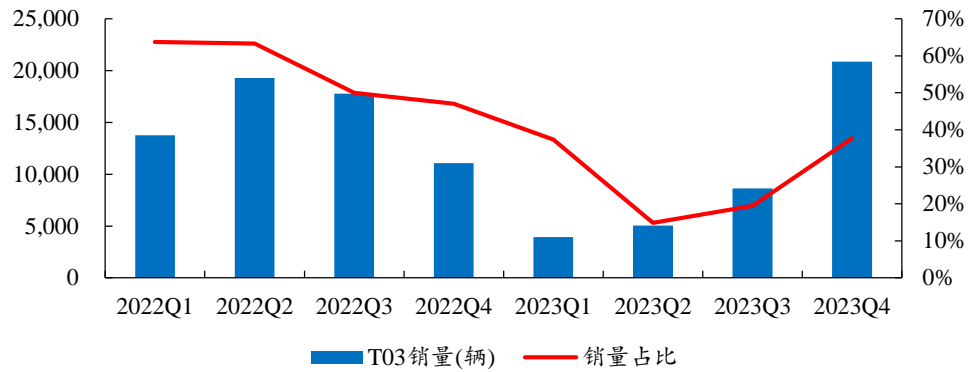
车型	零跑 T03	比亚迪海鸥	长安 Lumin 2023	奇瑞小蚂蚁 2024	五菱缤果
					
基本配置情况					
售价(万元)	4.99-6.99	6.98-8.58	4.69-5.39	5.99-7.49	5.58-8.38
级别	微型车	小型车	微型车	微型车	小型车
续航(km)	200/310/403	305/405	205/301	251/321	203/333/410
长*宽*高 (mm)	3620*1652*1605	3780*1715*1540	3270*1700*1545	3242*1670*1550	3950*1708*1580
轴距(mm)	2400	2500	1980	2150	2560
智能化配置					
语音识别	标配 (4.99 万低配版无)	标配	标配	标配	标配 (8.4 万以上车型)
摄像头	1	1(标配)/2(选配)	1	1	1
超声波雷达	2	3	2	2	2
毫米波雷达	0	0	0	0	0
巡航系统	定速巡航(中高配)	定速巡航(标配) 自适应巡航(顶配)	无	定速巡航 (7 万以上车型标配)	定速巡航 (5.93 万低配版无)
自动泊车	无	无	无	无	无
车道保持	无	无	无	无	无

资料来源：公司官网、懂车帝、开源证券研究所

得益于不错的性价比优势，T03 成为公司首款走量车型，巅峰月销达 7000 辆水

平。伴随后续 C11、C01 等新车型推出，T03 销量占比逐步下滑，2023 年 9 月零跑 T03 启动降价，整体销量随之上涨，于 2023Q4 销量突破 2 万辆。

图16: T03 于 2023Q4 突破 20000 销量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、C11: 2024 款于 3 月正式上市，具备空间、悬挂、智能化等优势

零跑 C11 纯电版 2024 款于 2024 年 3 月上市，定位 15-20 万元中型 SUV 市场。零跑 C11 在 15-20 万价格区间，整体性价比较强，空间、悬挂、智能化配置较为突出。空间方面，零跑 C11 纯电版具有同价格带竞品中最大的轴距(2930mm)，空间表现出色；悬挂方面，同级别车型前悬挂系统大多搭载麦弗逊独立悬挂，零跑 C11 搭载前双叉臂独立悬挂，整体行车舒适性更佳；智能化方面，C11(2024 款)标配高通 8295P 座舱芯片，17 万以上车型则配备英伟达 Orin 芯片、激光雷达，全系标配自适应巡航、自动泊车等多项智驾功能。电池续航、电驱动力等表现在同级别车型当中亦有中上水准的表现。

表7: 高性价比中型 SUV，空间、悬挂、智能化等方面优于竞品产品

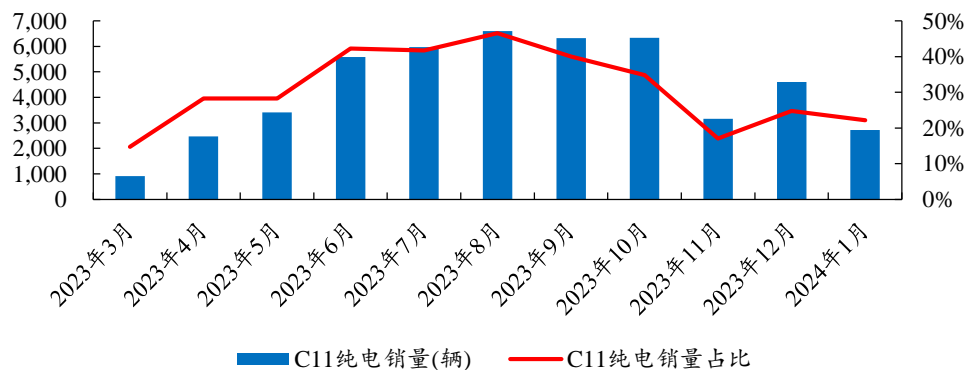
车型	零跑 C11 EV 2024	宋 PLUS EV 2024	ID.4 X 2024	深蓝 S7 2023	哪吒 U 2023
					
基本配置情况					
经销商参考价 (万元)	15.18-20.58	14.98-18.98	14.98-23.94	15.99-19.79	11.88-14.28
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
续航(km)	515/580	520/605	425/555/601	520/620	401/501
长*宽*高 (mm)	4750*1905*1675	4785*1890*1660	4612*1852*1640	4750*1930*1625	4549*1860*1628
轴距(mm)	2930	2765	2765	2900	2770
百公里加速	3.94/7.9	4	2.6/3.1/3.2	6.7/7.5	9.5

车型	零跑 C11 EV 2024	宋 PLUS EV 2024	ID.4 X 2024	深蓝 S7 2023	哪吒 U 2023
(秒)		(0-50km 加速)	(0-50km 加速)		
悬挂形式	双叉臂式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂
扬声器数量	12	6/9/10	7/10	8/14	6
副驾屏	有	无	无	有	无
智能化配置					
语音识别	标配	标配	标配	标配	标配
智驾芯片	英伟达 Orin (17 万以上车型)	-	-	-	地平线 J3(选配)
座舱芯片	高通 8295P	-	-	高通 8155	高通 8155 (13.28 万以上车型)
摄像头	8/10/15	2/5/6	2/5	5/7/12	1(标配)/5(选配)
超声波雷达	12	6/12	8/12	6/12	4(标配)/12(选配)
毫米波雷达	3/5	0/2	1/3	3/5	5(选配)
激光雷达	1(17 万以上车型)				
巡航系统	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航 (16 万以上车型)	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航	定速巡航 自适应巡航(选配) 全速自适应巡航(选配)
自动泊车	标配	标配 (18 万以上车型)	标配 (19 万以上车型)	标配 (18 万以上车型)	选配
车道保持	标配	标配 (16 万以上车型)	标配	标配	选配

资料来源：公司官网、懂车帝、汽车之家、开源证券研究所

零跑 C11 纯电版在同级别车型中，具有性价比优势，2023 年 3 月最新改款推出后，整体销量逐步回升，于 2023 年 7 月增长至 6000 辆水平，2023Q3 月销量占比稳定在 40% 左右，2023Q4 销量占比回落至 20%，主要受 C11 超级增程版规模交付影响。

图17: C11 纯电版销量占比回落，主要受 C11 超级增程版规模交付影响



数据来源：Wind、易车、开源证券研究所

零跑 C11 增程版 2024 年款于 2024 年 3 月上市，相对 2023 年款主要升级为智能化配置，智能座舱芯片由高通 8195 升级成高通 8295P、2024 款高配车型配备英伟达

Orin 芯片+激光雷达。C11 增程版 2024 年款延续纯电版车型在空间、配置、智能化领域的优势，透过动力系统的改动，凭借增程式新能源汽车无里程焦虑的优点，触及更多用户，助力公司拓展用户群体。

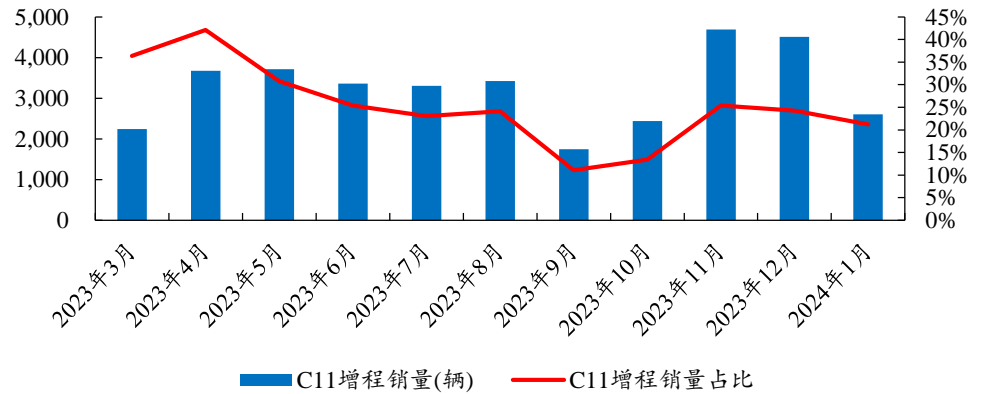
表8：零跑 C11 超级增程版于 2023 年 9 月上市，延续空间、配置、智能化领域优势

车型	零跑 C11 增程 2024	宋 PLUS DMi 2024	银河 L7 2024	深蓝 S7 增程 2024	哈弗猛龙 2023
					
基本配置情况					
经销商参考价 (万元)	14.88-18.58	12.98-16.98	12.57-16.97	13.99-14.99	16.58-18.38
能源类型	增程式	插电式混合动力	插电式混合动力	增程式	插电式混合动力
级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
纯电续航(km)	200/300(CLTC)	71/110/150(NEDC)	55/115(CLTC)	121 (CLTC)	102/145(NEDC)
长*宽*高 (mm)	4780*1905*1675	4775*1890*1670	4700*1905*1685	4750*1930*1625	4800*1916*1822
轴距(mm)	2930	2765	2785	2900	2738
百公里加速 (秒)	7.8/8.3	8.2/8.3/8.5		7.6	6/6.2
悬挂形式	双叉臂式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 双叉臂式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂
扬声器数量	12	9/10	8/11	8/14	4/8
副驾屏	有	无	有	有	无
智能化配置					
语音识别	标配	标配	标配	标配	标配
智驾芯片	英伟达 Orin (17 万以上车型)	-	-	-	-
座舱芯片	高通 8295P	-	高通 8155	高通 8155	-
摄像头	8/10/15	2/5/6	5/6/7	4/7	5(标配)/6(选配)
超声波雷达	12	6/12	6/12	4/6	4
毫米波雷达	3/5	0/2	0/5	0/3	0/2
激光雷达	1(17 万以上车型)				
巡航系统	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航 (14 万以上车型)	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航	定速巡航 自适应巡航 全速自适应巡航 (14 万以上车型)	定速巡航 自适应巡航(选配) 全速自适应巡航(选配) (17 万以上车型)
自动泊车	标配	标配 (16 万以上车型)	选配 (16 万以上车型)		无
车道保持	标配	标配 (14 万以上车型)	标配	标配 (1 万以上车型)	标配 (17 万以上车型)

资料来源：公司官网、懂车帝、汽车之家、开源证券研究所

零跑 C11 增程版为公司首款增程车型，于 2023 年 3 月推出后，销量稳定在 3000 辆水平，公司于 2023 年 9 月推出超级增程版，实现续航里程及增程器的升级，产品力得到较大提升，整体销量于 2023 年 11 月突破至 4500 辆以上。

图18：2023 年 9 月推出超级增程版，销量于 2023 年 11 月突破至 4500 辆



数据来源：Wind、易车、开源证券研究所

3.3、C01：高性价比轿车，覆盖 15-20 万元中大型轿车市场

零跑 C01 2024 年款于 2024 年 3 月上市，定位 10-20 万中大型纯电轿车，与 C11 车型共同形成 10-20 万价格区间 SUV+轿车的产品覆盖。C01 主要致力于拓展公司产品覆盖面，轿车属性更适用于商务场景。C01 具有相似竞品中，相对较低的售价，此外智能化配置突出，低配车型配备高通 8155、中高配则配备高通 8295 芯片，全系标配全速自适应巡航、14 万以上车型配备自动泊车功能，当前低配版起步价为 13.98 万元，延续产品高性价比优势，透过轿车车型满足用户多场景需求。

表9：C01 定位 15-20 万中大型纯电轿车，延续公司产品高性价比优势

车型	零跑 C01 纯电 2024	深蓝 SL03 纯电	海豹 EV	哪吒 S 纯电	银河 E8 纯电
					
基本配置情况					
经销商参考价(万元)	13.98-15.88	14.69-16.39	18.48-27.48	15.48-22.48	17.58-22.88
级别	中大型车	中型车	中大型车	中大型车	中大型车
续航 (km)	525/625	530/610	550/650/700	520/650/715	550/620/665
长*宽*高 (mm)	5050*1902*1509	4820*1890*1480	4800*1875*1460	4980*1980*1450	5010*1920*1465
轴距 (mm)	2930	2900	2920	2980	2925
智能化配置					
语音识别	标配	标配	标配	标配	标配
智能座舱芯片	高通 8155P/8295P	高通 8155	高通 690	高通 8155	高通 8295
摄像头	5/10	6	6	1/5/11	0/4/5
超声波雷达	4/12	6	6	8/12	4/6/12

车型	零跑 C01 纯电 2024	深蓝 SL03 纯电	海豹 EV	哪吒 S 纯电	银河 E8 纯电
毫米波雷达	3	3	3	0/5	0/3/5
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航 (17.33 万元以上)	全速自适应巡航 (18.58 万元以上)
自动泊车	标配 (14.88 万元以上)	无	无	中高配标配 (17.33 万元以上)	顶配标配 (21.88 万元)
车道保持	标配	标配	标配	中高配标配 (17.33 万元以上)	中高配标配 (18.58 万元以上)

资料来源：公司官网、懂车帝、汽车之家、开源证券研究所

2023 年 9 月公司第二款增程车型 C01 超级增程版上市，2024 年款则于 2024 年 3 月正式上市。相对于同级别车型，C01 增程版于空间布局、纯电续航、智能化等方面都有一定优势。空间方面，整体车长超过 5 米，轴距达 2930mm；纯电续航方面，提供 30.1 度磷酸铁锂电池及 43.7 度三元锂电池，CLTC 工况对应纯电续航里程分别为 216 公里和 316 公里。智能化配置方面，低配车型配备高通 8155，中高配车型标配高通 8295 芯片，同级别车型中，续航及智能化配置较为突出。

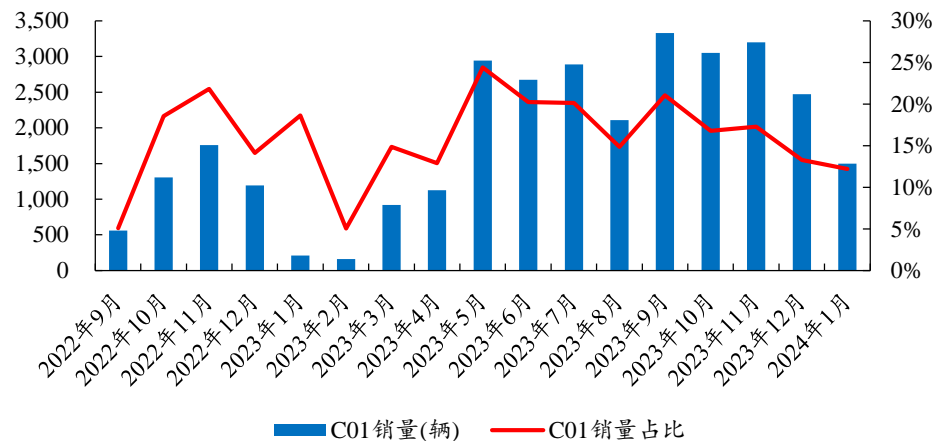
表10：2024 年款 C01 增程版于 2024 年 3 月正式上市

车型	零跑 C01 增程 2024	深蓝 SL03 增程	比亚迪汉 DM-i	比亚迪海豹 DM-i	哪吒 S 2024 增程版
					
基本配置情况					
经销商参考价(万元)	13.68-15.58	12.99-13.59	16.98-25.98	14.98-21.98	15.48-18.93
级别	中大型车	中型车	中大型车	中型车	中大型车
纯电续航 (km)	216/316(CLTC)	135/200(CLTC)	121/200(NEDC)	121/200(NEDC)	200/310(CLTC)
长*宽*高 (mm)	5050*1902*1515	4820*1890*1480	4975*1910*1495	4980*1890*1495	4980*1980*1450
轴距 (mm)	2930	2900	2920	2900	2980
智能化配置					
语音识别	标配	标配	标配	标配	标配
智能座舱芯片	高通 8155P/8295P	高通 8155			高通 8155
摄像头	5/10	5	1/2	2/6	1/5
超声波雷达	4/12	6	8/12	4/6/12	8/12
毫米波雷达	3	3	1/3/5	0/3	0/5
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航 (18.68 万以上)	全速自适应巡航 (17.93 万以上)
自动泊车	标配 (14.58 万元以上)	无	选配	标配 (20.98 万以上)	标配 (17.93 万以上)
车道保持	标配	标配	标配	标配 (18.68 万以上)	标配 (17.93 万以上)

资料来源：公司官网、懂车帝、汽车之家、开源证券研究所

2023 款零跑 C01 纯电版于 2023 年 3 月上市，经过前期的产能爬坡阶段，整体销量于 2023 年 5 月实现大幅增长，由 4 月的 1126 辆提升至 2943 辆，环比提升 161%，2023 年 9 月 C01 超级增程版发布后，2023Q4 月销量稳定在 3000 辆左右，销量占比稳定在 10-20% 区间。

图19：2023 年 9 月 C01 超级增程版发布后，月销量稳定在 3000 辆水平



数据来源：Wind、易车、开源证券研究所

3.4、C10：首款 LEAP 3.0 架构产品，聚焦年轻用户群体

2024 年公司新车 C10 于 3 月 2 日正式上市，售价 12.88-16.88 万元，预计 3 月启动交付。

C10 为零跑汽车 LEAP 3.0 架构下首款产品，搭载自研中央超算平台，可透过高通 8295 芯片实现部份智能驾驶功能，此外中央超算平台亦有助于成本降低；搭载自研 CTC 2.0 电池，安全、耐用性提升；智能硬件方面，顶配车型搭载激光雷达+英伟达 ORIN 芯片。

C10 与 C11 价格相近，但聚焦产品配置，两种车型于外观、空间、悬挂仍有较大差异。

外观: C10 与 C11 车身大小差异不大,但由于 C10 轴距较小,导致车头相对较长,加上 C10 特有的封闭式前脸,整体风格偏向科技运动。

空间: C11 具有更大的轴距,更适合注重空间布局的家庭用户。

悬挂: C10 前悬挂为麦弗逊独立悬挂, C11 则为双叉臂独立悬挂, C11 具有更加舒适的行车体验。

综上所述,我们认为虽然 C10 与 C11 于价格上有重叠,但细分配置仍有一定差异, C10 偏重科技运动感,更适合年轻群体, C11 空间及舒适性更佳,适合家庭用户,伴随后续 C10 量产交付,有望驱动公司整体销量持续增长。

图20: C10 偏重科技运动感


资料来源: 懂车帝

图21: C11 空间及舒适性更佳


资料来源: 懂车帝

表11: C10 与 C11 于价格上有重叠, 但细分配置仍有一定差异

车型	零跑 C10	零跑 C11 2024
	基本配置情况	
经销商参考价(万元)	纯电版 12.88-16.88 增程版 13.58-16.58	纯电版 15.18-20.58 增程版 14.88-18.58
能源类型	纯电动/增程式	纯电动/增程式
级别	中型 SUV	中型 SUV
纯电续航(km)	纯电版 410/530 增程版 210	纯电版 515/580 增程版 200/300
长*宽*高(mm)	4739*1900*1680	纯电版 4750*1905*1675 增程版 4780*1905*1675
轴距(mm)	2825	2930
悬挂形式	麦弗逊式独立悬挂 多连杆式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂 多连杆式独立悬挂
副驾屏	无	有
	智能化配置	
语音识别	标配	标配
智驾芯片	英伟达 ORIN(顶配)	英伟达 ORIN(顶配)
座舱芯片	高通 8155/高通 8295	高通 8155/高通 8295
摄像头	5/7/12	8/9/10/15
超声波雷达	4/12	12
毫米波雷达	0/3/5	3/5
激光雷达	1(顶配)	1(顶配)
巡航系统	定速巡航	定速巡航
	自适应巡航	自适应巡航
	全速自适应巡航	全速自适应巡航
自动泊车	标配 (中高配车型)	标配
车道保持	标配	标配

资料来源: 公司官网、懂车帝、开源证券研究所

4、出口前景：Stellantis 战略合作，轻资产模式确保盈利能力

欧洲电动渗透率较低，新能源出口持续推进。2023 年国内新能源渗透率已达 36%，2023 年 12 月单月渗透率已达 40% 以上，而德英法意西等欧洲五国 2023 年电动化渗透率皆不到 20%，与国内相比新能源可渗透空间相对更大。近年国内新能源汽车出口高速增长，2021-2023 年同比增速分别为 168%/90%/54%，伴随国内新能源汽车增速逐步放缓，公司大力推进出海业务。

图22：欧洲五国电动渗透率相对较低

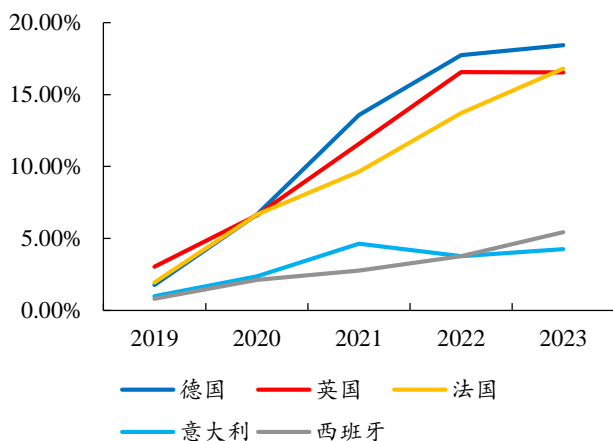
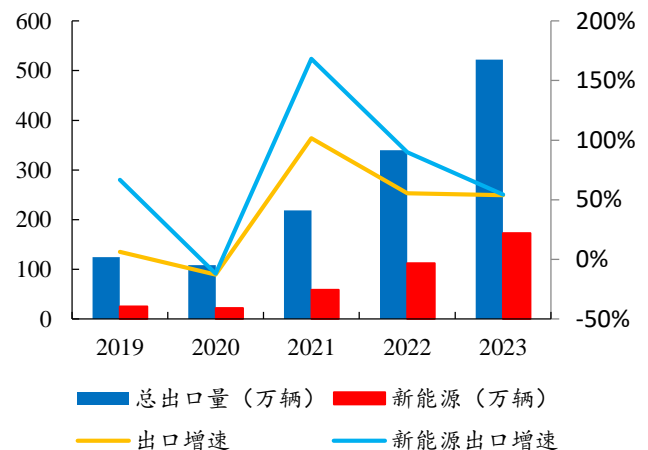


图23：国内新能源汽车出口高速增长



数据来源：商务部、Marklines、Wind、西班牙汽车工业协会、开源证券研究所

数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

2023 年 10 月 26 日公司宣布 Stellantis 以约 15 亿欧元对零跑汽车进行股权投资，获得公司 21.26% 的股权，其中包括零跑汽车的股东大华股份转让的 9000 万股及公司向 Stellantis 增发的 1.94 亿股。

表12：Stellantis 以约 15 亿欧元获得公司 21.26% 的股权

来源	股数(万股)	每股价格(港元)	总对价(亿港元)	占增发后总股本(%)
大华技术	9000	38.8	34.92	6.73%
增发	19426	43.8	85.09	14.53%
总计	28426		120.01	21.26%

资料来源：公司公告、Yahoo 财经、车市纵览公众号、开源证券研究所

公司与 Stellantis 集团合资成立零跑国际，加速海外销售布局。Stellantis 集团为欧洲第二大汽车集团，旗下共有 16 个主要汽车品牌，渠道门店遍布欧洲，公司与 Stellantis 集团分别以 51:49 的比例合资成立零跑国际，该合资公司独家拥有零跑汽车海外销售权力，借助 Stellantis 集团渠道及品牌影响力，助力海外业务加速拓展，预计 2024 年下半年开始向欧洲市场交付新车。

图24: Stellantis 集团为欧洲第二大汽车集团



资料来源: Stellantis 官网

图25: Stellantis 集团旗下共有 16 个主要汽车品牌



资料来源: Stellantis 官网

公司车型相较欧洲主流电动汽车具备明显的性价比优势, 出口溢价有助于盈利改善。微型车方面, 与相似级别的菲亚特 500E、菲亚特 PANDA、标志 e-208 相比, 零跑 T03 价格仅为竞品的 1/2-1/4, 即便公司海外售价相较国内有所提升, 我们预计仍会有价格优势; C10 为公司首款全球化战略车型, 与标志 e3008、Skoda ENYAQ、Nissan ARIYA 等欧洲竞品相比, 整体价格更具优势, 且车身空间更大, 性价比较高。

表13: 即便公司海外售价相较国内有所提升, 我们预计 T03 仍会有价格优势

	零跑 T03 (国内售价)	菲亚特 500E (欧版)	菲亚特 PANDA (欧版)	标志 e-208 (欧版)
价格	5.99-8.99 万	26-34 万	13-16 万	29-33 万
车型定位	微型	微型	微型	小型
动力形态	纯电	纯电	插电混动	纯电
长 x 宽 x 高(mm)	3620*1652*1605	3632*1900*1527	3560*1640*1550	4055x1745x1430
续航里程 (KM)	200-403 (CLTC)	185-320 (WLTP)	-	362-400 (WLTP)

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

表14: C10 为公司首款全球化战略车型

	零跑 C10 (国内售价)	标志 e-3008 (欧版)	Skoda ENYAQ (欧版)	Nissan ARIYA (欧版)
价格	15.58-18.58 万元	41-45 万	35-48 万	35-49 万
车型定位	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
动力形态	纯电	纯电	纯电	纯电
长 x 宽 x 高(mm)	4739x1900x1680	4542*1895*1641	4648*1877*1618	4595*1850*1660
续航里程 (KM)	530 (CLTC)	510(WLTP)	400-540(WLTP)	397-530(WLTP)

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

考虑到海外政策风险, 公司透过本地生产、大华技术股份转让等方式进行规避。

- (1) 本地化生产: 为规避海外关税、补贴压力, 公司后续有望实行海外本地化生产模式, 即由国内出口汽车零部件, 于出口国本地进行组装生产, 进而避免政策风险。

(2) 大华技术退出：考虑到大华技术被美国商务部列入实体清单，公司协商后进行股权转让，大华技术退出零跑汽车。

品牌及渠道端，透过 Stellantis 的平台，加速海外业务推进；产品端，凭借自身车型高性价比优势，后续有望驱动销量快速增长；政策端，公司透过各项措施进行事前规避。综上所述，持续看好公司海外业务进展，有望驱动销量高速增长、出口溢价助力盈利能力改善。

5、盈利预测与投资建议

收入端：考虑到 10-20 万元中端汽车新能源渗透率仍有较大增长空间，公司维持高性价比优势，2024 年公司 C10、C16 等新车型陆续发布，2024H2 T03、C10 等车型有望实现规模出口，我们预计 2024-2026 年公司整体销量分别为 24.4/44.3/60.9 万辆，同比增长 69%/82%/37%，对应 2024-2026 年总收入分别为 269/507/714 亿元，同比增长分别为 60%/89%/41%。

(1) 国内销量：公司主力车型覆盖国内 10-20 万元汽车主流消费区间，提供“增程+纯电”等动力形态，车型受众更广，产品具有一定性价比优势，2024 年 C10、C16 等新车型陆续发布，产品矩阵逐步完善，我们预计销量有望大幅提升，预计 2024-2026 年国内交付量分别为 23.7/37.7/46.4 万辆，同比增长 64%/59%/23%。

(2) 国外销量：公司预计于 2024H2 启动出海业务，考虑到前期海外渠道、品牌营销仍需时间磨合，我们预计 2024 年海外销量为 7500 辆，考虑到 2025 年预计将有更多车型实现出口，当前我们假设 2025-2026 年海外销量分别为 6.7/14.6 万辆。

利润端：基于公司规模效应提升，技术更新及原物料降本有望驱动单车成本下降，我们预计毛利率有望逐年提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 5%/7%/8%，对应 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润分别为 -30/-11/9 亿元，2024-2026 年单车净利润为 -1.2/-0.2/0.1 万元。

表15：零跑汽车盈利预测

	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万元)	12,385	16,747	26,852	50,711	71,366
车辆销售 (百万元)	12,378	16,733	26,802	50,621	71,236
其它销售与服务 (百万元)	7	14	50	90	130
收入增速 (%)	395%	35%	60%	89%	41%
车辆销售增速 (%)	405%	35%	60%	89%	41%
其它与服务增速 (%)	406%	110%	259%	80%	44%
总销量(辆)	111,168	144,155	244,024	443,427	609,363
国内销量(辆)	111,168	144,155	236,524	376,927	463,713
国外销量(辆)			7,500	66,500	145,650
毛利率 (%)	-15%	0%	5%	7%	8%
归母净利润 (百万元)	-5,109	-4,216	-3,786	-1,876	59

	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
NON-GAAP 净利润 (百万元)	-4,566	-3,518	-3,019	-1,070	905
单车净利/亏损(万元)	-4.1	-2.4	-1.2	-0.2	0.1
P/S	2.1	1.7	1.1	0.6	0.5

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司当前股价 23.45 港元分别对应 2024-2026 年 1.1/0.6/0.5 倍 PS, 我们主要选取国内港股造车新势力理想汽车-W、蔚来-SW、小鹏汽车-W 作为可比公司。特斯拉为全球智能汽车龙头, 公司兼具新能源汽车及 AI 科技属性, 整体估值更高, 因此可比性更低。由于国内造车新势力车企大多仍处在营收高成长、净亏损阶段, 因此认为采取 PS 估值方法更为合理。

可比公司 2024 年 PS 估值区间为 0.9-1.1 倍, 我们认为公司覆盖主流新能源汽车市场, 研发、生产、渠道、管理等多方面驱动维持高性价比优势, 伴随后续新车型发布, 产品矩阵完善, 国内销量有望高速增长; 出口业务布局完善, 与 Stellantis 合资成立“零跑国际”, 借助 Stellantis 集团海外渠道及品牌影响力, 加速海外销售进展, 有望驱动公司业绩和估值抬升, 首次覆盖给予“买入”评级。

表16: 零跑汽车同业基本面及估值对比

代码	公司	市值(亿元)	销售收入(百万元)			P/S		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9863.HK	零跑汽车	290	26,852	50,711	71,366	1.1	0.6	0.5
2015.HK	理想汽车-W	2,253	204,682	300,319	366,520	1.1	0.8	0.6
9866.HK	蔚来-SW	577	62,157	78,170	84,751	0.9	0.7	0.7
9868.HK	小鹏汽车-W	493	48,488	80,544	95,888	1.0	0.6	0.5
	平均	903	85,545	127,436	154,631	1.0	0.7	0.6
TSLA.O	特斯拉	35,825	756,643	899,449	1,073,725	4.7	4.0	3.3

数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所 (注:2024年4月18日汇率 港币:人民币=0.9241; 美元:人民币=7.2361; 理想汽车-W、蔚来-SW、小鹏汽车-W 盈利预测皆来自开源证券最新外发报告, 特斯拉盈利预测来自最新彭博一致预期)

6、风险提示

产能爬坡低于预期: 若建厂进度不如预期, 则可能导致产能受限, 从而影响公司销量增长。

芯片、电池等关键零部件产能不足: 若关键零部件产能不足, 将导致公司自身产量受限, 进而影响销量表现。

产品推进低于预期: 新车型上市进度不及预期, 影响公司整体销量表现。

市场竞争加剧: 行业竞争激烈, 若未来竞争持续加剧, 或对公司业绩产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,638	22,470	23,363	29,452	38,032
现金	8,771	14,531	14,503	18,138	24,353
应收账款	1,685	926	1,471	2,779	3,910
存货	1,749	1,719	2,096	3,242	4,476
其他流动资产	1,433	5,293	5,293	5,293	5,293
非流动资产	5,629	5,984	6,477	6,837	7,200
固定资产及在建工程	3,208	3,868	4,362	4,722	5,084
无形资产及其他长期资产	2,422	2,115	2,115	2,115	2,115
资产总计	19,268	28,453	29,840	36,289	45,232
流动负债	9,257	13,954	19,126	27,452	36,336
短期借款	1,019	1,581	1,581	1,581	1,581
应付账款	5,987	9,847	15,020	23,345	32,229
其他流动负债	2,252	2,526	2,526	2,526	2,526
非流动负债	1,752	2,002	2,002	2,002	2,002
长期借款	773	892	892	892	892
其他非流动负债	978	1,110	1,110	1,110	1,110
负债合计	11,009	15,955	21,128	29,453	38,337
股本	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337
储备	16,796	25,058	25,058	25,058	25,058
归母所有者权益	8,259	12,498	8,712	6,836	6,895
少数股东权益	-0	-0	1	2	3
负债和股东权益总计	19,268	28,453	29,840	36,289	45,232

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2,400	1,082	1,046	4,650	7,285
税前利润	-5,109	-4,216	-3,786	-1,876	59
折旧和摊销	416	481	580	654	708
营运资本变动	4,648	4,251	5,871	6,518	-23,842
其他	-2,355	565	-1,620	-647	30,360
投资活动现金流	-1,292	-4,860	-1,074	-1,014	-1,070
资本开支	-1,418	-1,394	-1,074	-1,014	-1,070
其他	126	-3,466	0	0	0
融资活动现金流	6,355	8,552	0	0	0
股权融资	5,688	7,778	0	0	0
银行借款	1,254	2,026	0	0	0
其他	-586	-1,252	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-53	9	0	0	0
现金净增加额	2,664	4,773	-29	3,635	6,215
期末现金总额	6,949	11,731	11,703	15,338	21,553

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,385	16,747	26,852	50,711	71,366
营业成本	-14,296	-16,666	-25,498	-47,338	-65,353
营业费用	-2,524	-3,715	-800	-1,000	-1,310
管理费用	-842	-858	-200	-220	-230
其他收入/费用	51	115	115	115	115
营业利润	-5,227	-4,377	-4,010	-2,751	-1,223
净财务收入/费用	106	157	157	157	157
其他利润	12	4	66	717	1,125
除税前利润	-5,109	-4,216	-3,786	-1,876	59
所得税	-0	-0	0	0	0
少数股东损益	1	2	3	4	5
归母净利润	-5,109	-4,216	-3,786	-1,876	59
EBITDA	-5,215	-4,373	-3,943	-2,033	-98
Non-GAAP 净利润	-4,566	-3,518	-3,019	-1,070	905
EPS	-4.4	-3.0	-2.4	-0.8	0.7

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	295.4	35.2	60.3	88.9	40.7
营业利润(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司净利润(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
获利能力					
毛利率(%)	-15.4	0.5	5.0	6.6	8.4
净利率(%)	-36.9	-21.0	-11.2	-2.1	1.3
ROE(%)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
ROIC(%)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	57.1	56.1	65.6	78.9	82.7
净负债比率(%)	-62.4	-74.1	-41.4	-121.8	-185.8
流动比率	1.5	1.6	1.3	1.1	1.1
速动比率	1.3	1.5	1.1	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	1.0	1.8	2.0
应收账款周转率	10.0	12.8	17.1	20.3	21.3
应付账款周转率	3.3	2.1	2.5	3.2	2.8
存货周转率	11.4	9.6	12.2	14.9	14.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-4.4	-3.0	-2.4	-0.8	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.3	0.9	-3.6	4.3	4.0
每股净资产(最新摊薄)	18.4	24.4	20.1	24.5	28.7
估值比率					
P/E	0	0	0	0	0
P/B	2.1	1.7	1.1	0.6	0.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn