

零跑汽车(09863)

报告日期: 2023年12月16日

# 自主技术, 全球“零”跑

## ——零跑汽车深度报告

### 投资要点

#### □ 超预期因素一: 新车型在国内销量超预期

公司新车型 C10 于 2023 年 11 月 17 日在广州车展迎来正式首秀, 预计 2024 年 1 月开启预售, 同时公司计划在 2023-2025 年推出 7 款全新的纯电动车型, 涵盖各种尺寸的轿车、SUV 及 MPV, 满足不同主流目标市场需求, 公司未来在两年在国内市场的销量有望高速增长。

#### □ 超预期因素二: 合资公司“零跑国际”在海外销量和盈利超预期

2022 年 Stellantis 集团推出“Dare Forward 2030”十年规划, 积极推出并销售电动汽车, 计划于 2030 年在全球范围内的纯电动汽车销量达 500 万辆。公司和全球汽车集团巨头 Stellantis 合资成立“零跑国际”, 借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛商业资产、实力和积淀, 合资企业将加速并扩张零跑汽车高技术含量和极具性价比的产品在全球的销售, 首款出海车型零跑 C10 已在德国慕尼黑车展亮相, 零跑预计 2024 年第三季度开始在欧洲交付车辆。我们认为这将有望极大程度提升公司的销量, 同时公司有望借助规模效应使生产成本进一步降低, 从而让单车盈利能力提高, 公司的车型相较 Stellantis 在欧洲的主力车型标志 e-208、菲亚特 500e 具备明显的性价比优势, 产品竞争力强, 公司销量和盈利有望超预期。

#### □ 股价催化因素

- 1) 2024 年新车型在国内销量超预期, 增速高于行业平均, 市占率持续提升;
- 2) 合资公司“零跑国际”在海外销量超预期, 因规模效应带来的成本下降及盈利提升。

#### □ 盈利预测与投资建议

零跑汽车基于性价比优势带来 2023 年销量持续高增, 我们认为零跑汽车 2023-2025 年基于自身规划的新车周期+与 Stellantis 合资成立公司助力出海销售有望驱动公司业绩和估值提升超预期。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 213.99/551.95/767.66 亿元, 同比增速分别为 73%/158%/39%; 毛利率分别为 -1%/10%/15%; 归母净利润分别为 -50.53/-47.32/4.87 亿元; EPS 分别为 -3.78/-3.54/0.36 元, 对应 PE 分别为 -9.08/-9.70/94.29 倍, PS 分别为 2.14/0.83/0.60 倍。结合可比公司 2024 年平均 PS, 以及公司 2024 年营收和当前股数, 公司对应目标价 60.17 港元 (1 港元=0.9090 人民币), 给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

新能源汽车行业增速不及预期、新车型开发进度不及预期、市场竞争加剧。

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12385	21399	55195	76766
(+/-) (%)	295%	73%	158%	39%
归母净利润	-5109	-5053	-4732	487
(+/-) (%)	-80%	1%	6%	110%
每股收益(元)	-4.89	-3.78	-3.54	0.36
P/E	-8.98	-9.08	-9.70	94.29

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

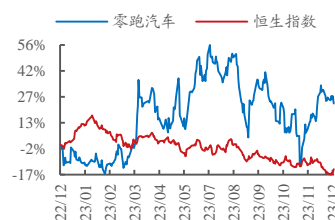
研究助理: 周艺轩

zhouyixuan@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	HK\$ 37.80
总市值(亿港元)	505.37
总股本(亿)	13.37

### 股票走势图



### 相关报告

## 正文目录

<b>1 零跑汽车：脱胎于大华股份，全域自研高速发展</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：高速发展的国产 EV 公司	6
1.2 公司治理：股权结构稳定，脱胎于大华股份	6
1.3 公司产品国内销量增长加速	7
1.4 财务分析：营业收入保持增长，毛利率改善	7
1.5 核心逻辑：全域自研带来性价比优势，国内销量加速增长、出海加速	8
<b>2 行业洞察：电动化、智能化趋势明显，国产品牌崛起</b>	<b>8</b>
2.1 乘用车市场：10-20 万汽车是主力车型	8
2.1.1 10-20 万车在中国乘用车市场占比最高	8
2.1.2 世界前十大车企的主力车型大多集中在 10-20 万价位带	9
2.2 新能源消费者最关心的两大要素：价格、智能化	10
2.3 行业未来趋势：电动化与智能化	11
2.3.1 电动汽车是未来汽车趋势	11
2.3.2 智能化是未来汽车趋势	12
2.4 国产新能源品牌崛起，车辆出口高速增长	12
<b>3 公司布局：车型覆盖广，增程、纯电齐发力</b>	<b>14</b>
3.1 目前在售 3 款车型，C 系列增程、纯电齐发力	14
3.1.1 公司目前在售车型 3 款，C 系列增程、纯电齐发力	14
3.1.2 C10：2023 年 11 月亮相，LEAP3.0 技术架构下的首款全球车型	14
3.2 车型变化：T→C 系列切换（微型车→中级 SUV、中大型车）	15
3.3 后续规划：2023-2025 年将推出 7 款车型	15
3.4 产能：金华、杭州双工厂，积极扩产	16
3.5 销售模式：经销商为主，持续拓展销售网络	17
<b>4 核心优势：全域自研带来性价比高，与巨头合作加速出海</b>	<b>17</b>
4.1 管理团队：背景多元，行业经验丰富	17
4.2 全域自研：整车、三电、智驾、智舱全覆盖打造平台化能力	18
4.2.1 八年全域自研，自研自产覆盖整车成本 70%	18
4.2.2 整车：通用化率高达 88%，覆盖不同品类、动力的车型	18
4.2.3 四叶草：两芯融四域的中央集成式电子电气架构，降本效果明显	19
4.2.4 电池：自研 CTC，国内首款可量产 CTC 电池底盘一体化技术	20
4.2.5 电驱：掌握核心技术，智能电驱全域自研	21
4.2.6 智舱&智驾：加速迭代，18-24 个月进化一次	21
4.3 公司 3 款车型性价比优势明显	22
4.3.1 竞品比较：零跑 T03，微型电车的智驾典范	22
4.3.2 竞品比较：零跑 C01 是高性价比的中大型车	23
4.3.3 竞品比较：零跑 C11 具备明显性价比优势	23
4.3.4 市场评价：性价比高、智能表现突出、续航能力强	24
4.4 公司成本控制能力强，23Q3 季度毛利率已转正	25
4.5 公司与 Stellantis 合作，加速开拓海外市场	25
4.5.1 Stellantis 入股零跑，加速开拓海外市场	25
4.5.2 Stellantis——全球第四大汽车集团	26
4.5.3 Stellantis 与零跑的合作方式：入股+合资	28
4.5.4 零跑的性价比完胜 Stellantis 目前在欧洲的主力电动车型	29

---

4.5.5 海外拓展: 预计在 2025 年销量将达 8.66 万辆.....	29
<b>5 盈利预测 .....</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测 .....	30
5.2 估值分析 .....	31
5.3 投资建议 .....	31
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构情况 (截至 2023 年 11 月 20 日) .....	6
图 3: 零跑 C11、T03、C01 车型销量情况 (辆) .....	7
图 4: 公司营业收入和同比增速 (亿元, %) .....	7
图 5: 公司单季度营业收入和毛利率 (亿元, %) .....	7
图 6: 公司核心逻辑.....	8
图 7: 2020-2023 年中国乘用车不同价位交付量占比.....	9
图 8: 中国电动汽车销量及渗透率 (千辆) .....	9
图 9: 2023 年 1-10 月中国新能源汽车市场价格分布 .....	9
图 10: 造车新势力车主最关注智能化.....	11
图 11: 购买新能源车最考虑车辆价格.....	11
图 12: 2025 年-2030 年电动车销量占比.....	12
图 13: 中国 L2 及以上智能汽车销量及渗透率 (万辆, %) .....	12
图 14: 2016-2022 年世界各地新能源乘用车销量 (万辆) .....	13
图 15: 2022 年世界各地新能源乘用车销量占比 .....	13
图 16: 公司目前在售车型情况.....	14
图 17: C10 配置情况.....	15
图 18: C10 扭转刚度高 (超越劳斯莱斯幻影) .....	15
图 19: 今年零跑整体销量高速增长 (辆) .....	15
图 20: C 系列接棒 T 系列成为销量增长主力 (辆) .....	15
图 21: 公司车型的开发计划及预期交付时间.....	16
图 22: 公司金华 AI 工厂.....	16
图 23: 直营店&渠道合作伙伴门店数量 (个) .....	17
图 24: 直营店&渠道合作伙伴门店收入 (百万元) .....	17
图 25: 公司高管代表.....	17
图 26: 公司全域自研, 自研自产覆盖整车成本 70%.....	18
图 27: 公司自研整车架构, 通用化率高.....	19
图 28: 公司电子电气架构发展历程.....	19
图 29: 四域合一的电子电气架构.....	19
图 30: 两颗芯片融合四域, 实现中央超算.....	20
图 31: “四叶草”架构降本.....	20
图 32: CTC 提升车辆空间布置、续航和安全性 .....	20
图 33: CTC 电池构成.....	20
图 34: 公司电驱发展历程.....	21
图 35: 公司智能电驱全域自研.....	21
图 36: 摩尔定律同样使用汽车行业.....	22
图 37: 公司迭代速度快 (5 年 3 次) .....	22
图 38: 零跑汽车性价比高.....	24
图 39: 零跑汽车智能表现突出.....	25
图 40: 零跑汽车续航表现优秀.....	25
图 41: 公司与蔚小理净利润和净利率对比 (亿元, %) .....	25
图 42: 公司单季度毛利率情况 (%) .....	25

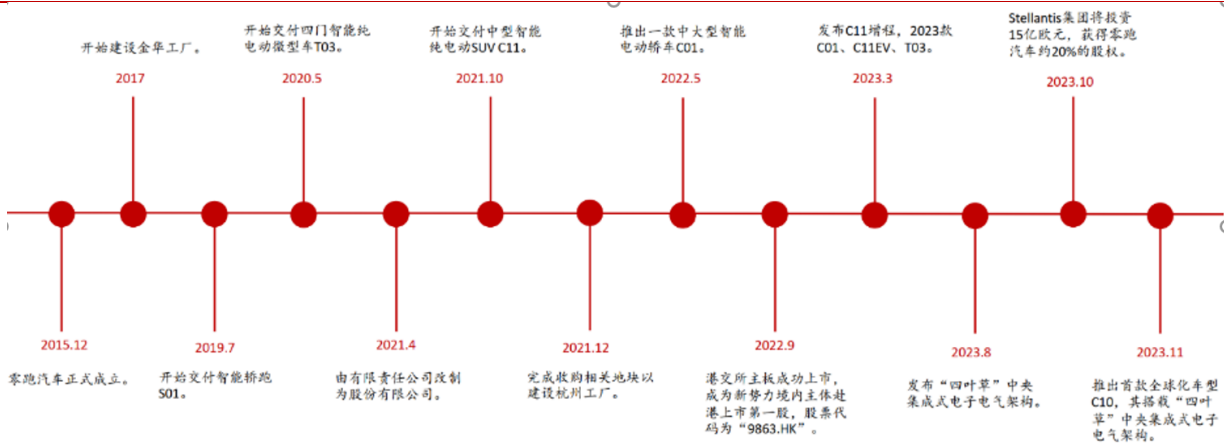
图 43: Stellantis 与零跑战略合作签约 .....	26
图 44: Stellantis 旗下品牌 .....	27
图 45: Stellantis 全球布局情况 (2022 年) .....	28
图 46: Stellantis 集团规划 .....	28
图 47: Stellantis 和零跑的合作方式 .....	29
图 48: 合资公司年度交易总额上限指引 (亿元) .....	30
图 49: 合资公司未来销量指引 (万辆) .....	30
表 1: 2022 年全球前十大车企销量情况 .....	10
表 2: 2022 年全球前五大车企主力车型 .....	10
表 3: 各国燃油车禁售时间表 .....	11
表 4: 各品牌今年上市的新车 .....	13
表 5: 各品牌车的参数对比 .....	13
表 6: 公司管理团队 .....	18
表 7: T03 竞品分析 (均为纯电动车型) .....	22
表 8: C01 竞品分析 (均为纯电动车型) .....	23
表 9: C11 竞品分析 (均为纯电动车型) .....	24
表 10: Stellantis 通过受让和增发获得零跑 21.26% 股权 .....	26
表 11: Stellantis 旗下的 14 个汽车品牌介绍 .....	27
表 12: 零跑 T03 对比标志 e-208 和菲亚特 500e 具备明显性价比优势 .....	29
表 13: 公司细分业务盈利预测 .....	31
表 14: 可比公司估值 (截至 2023 年 12 月 15 日) .....	31
表附录: 三大报表预测值 .....	33

# 1 零跑汽车：脱胎于大华股份，全域自研高速发展

## 1.1 发展历程：高速发展的国产 EV 公司

浙江零跑科技股份有限公司成立于 2015 年，聚焦智能电动汽车市场。公司在金华和杭州建厂，现有 S01、T03、C11、C01、C01 增程、C11 增程、C10，覆盖微型车、轿车和 SUV，2023 年发布“四叶草”中央集成式电子电气架构，与 Stellantis 集团创建了全球战略合作伙伴关系，Stellantis 集团投资 15 亿欧元获得零跑汽车约 21.26%的股权，同时双方计划共同创建“零跑国际”合资企业，扩大欧洲等海外市场。

图1：公司发展历程

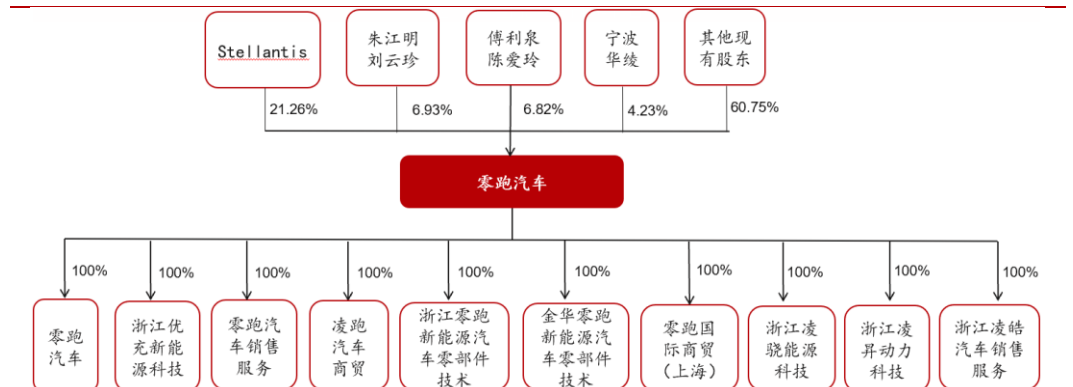


资料来源：公司官网，公司招股说明书，浙商证券研究所

## 1.2 公司治理：股权结构稳定，脱胎于大华股份

公司的创始团队脱胎于大华股份，创业经验丰富。公司创始人、董事长兼首席执行官朱江明先生在电子及人工智能技术方面有近 30 年的产品研发和成功创业经验，他基于对智慧交通领域的研究和汽车电动化和智能化趋势的预判，决定进入智能汽车产业，创办零跑汽车这一中国垂直整合程度最高的新兴电动汽车公司。团队多名成员来自大华股份，在大华股份智能交通、汽车电子产品等方面的经验可以复刻到零跑汽车，同时，零跑汽车在产品研发、渠道布局和品牌推广等方面拓展迅猛。

图2：公司股权结构情况（截至 2023 年 11 月 20 日）



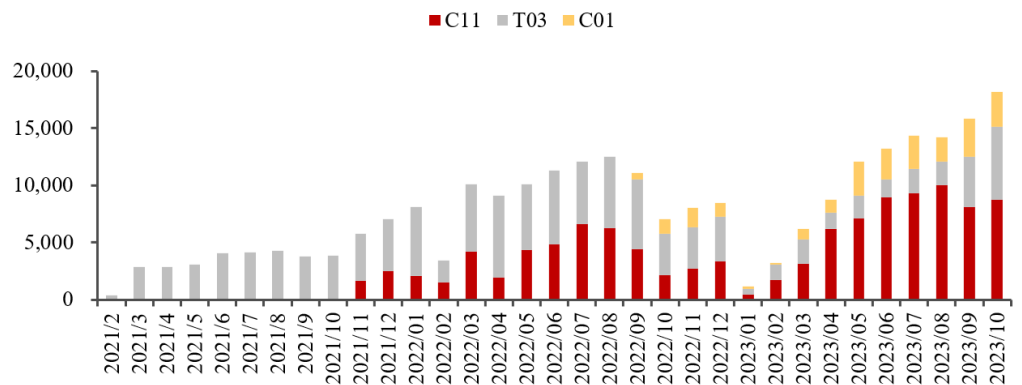
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3 公司产品国内销量增长加速

**2022 年零跑汽车 C11 销售增长率抢眼。**根据车主之家数据统计，零跑汽车 2022 年总销量为 11.1 万台，同比增长 155%，其中 C11 占 40%。

**2023 年销量保持强劲增长势头，创下历史新高。**根据车主之家数据统计，零跑汽车 C 系列占比逐步提升，5 月以来总月销量持续过万。零跑汽车 10 月总销量为 1.8 万台，同比增长 159%，环比增长 15%。零跑通过提供物超所值的产品和服务赢得越来越多消费者的认可。

图3：零跑 C11、T03、C01 车型销量情况（辆）

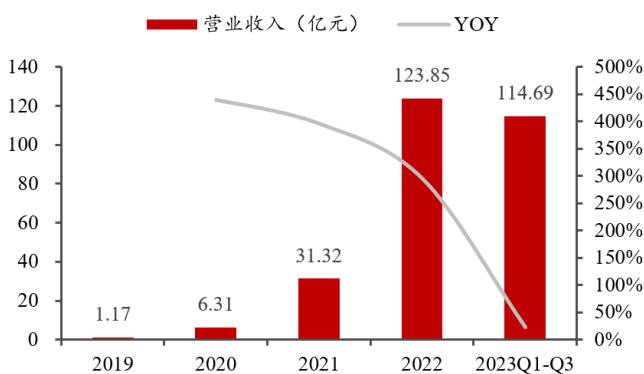


资料来源：车主之家，浙商证券研究所

### 1.4 财务分析：营业收入保持增长，毛利率改善

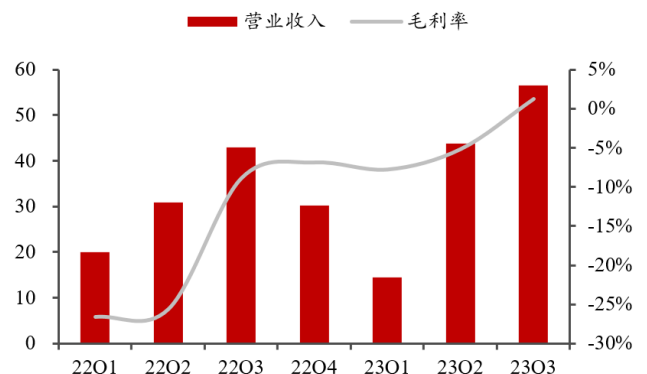
**公司营业收入持续增长，毛利率逐季提升。**2022 年实现营业收入 123.85 亿元，同比增长 295.42%；2023 年前三季度营业收入 114.69 亿元，同比增长 22.39%。2019-2022 年公司收入 CAGR 达到 373.05%，保持高速增长。**分季度看**，营业收入今年逐季度增长。2023 年第三季度实现营业收入 56.56 亿元，毛利率逐季度提升，2023 年第三季度实现单季度首次转正，达到 1.2%，环比+6.40pct，同比+10.10pct，意味着公司在成本控制能力方面显著提升，开始有自我造血能力。

图4：公司营业收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图5：公司单季度营业收入和毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，零跑汽车公众号，Wind，浙商证券研究所

### 1.5 核心逻辑：全域自研带来性价比优势，国内销量加速增长、出海加速

全域自研带来性价比优势，国内销量加速增长、出海加速。公司通过8年全域自研，自研自产覆盖整车成本70%，因而三款车型在与竞品比较中均具备较高性价比优势。同时市场评价也侧面体现了公司的高性价比、优秀的智能表现等。国内方面，公司今年在国内销量持续增长，2023年11月在主流新势力中销量排名靠前（1.85万辆）；海外方面，公司与Stellantis成立合资公司“零跑国际”，将加速并扩张零跑汽车高技术含量且极具性价比的产品在全球的销售（首先从欧洲市场开始）。根据公司公告，“零跑国际”2025年销量指引达到8.66万辆。

图6：公司核心逻辑



资料来源：公司公告，零跑汽车公众号，汽车之家，车主之家，浙商证券研究所

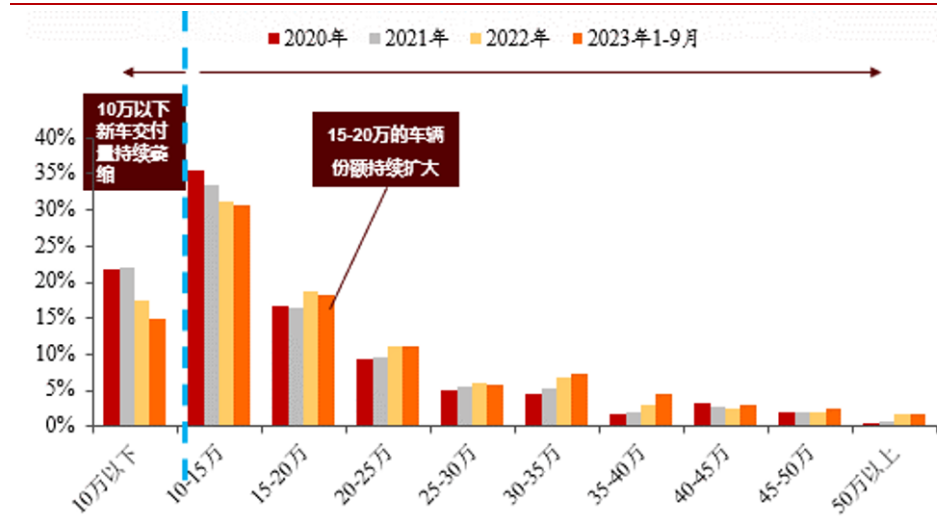
## 2 行业洞察：电动化、智能化趋势明显，国产品牌崛起

### 2.1 乘用车市场：10-20万汽车是主力车型

#### 2.1.1 10-20万车在中国乘用车市场占比最高

不同价位车的交付量发生改变。10万以下区间新车交付量占比持续萎缩，10-15万新车份额最大，15-20万的车份额持续扩大。

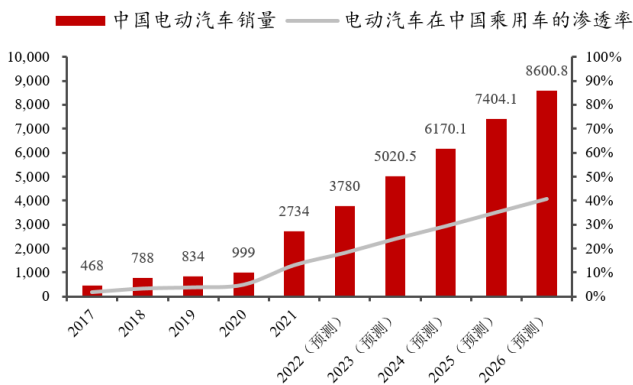
图7: 2020-2023年中国乘用车不同价位交付量占比



资料来源: 高工智能汽车研究院, 浙商证券研究所

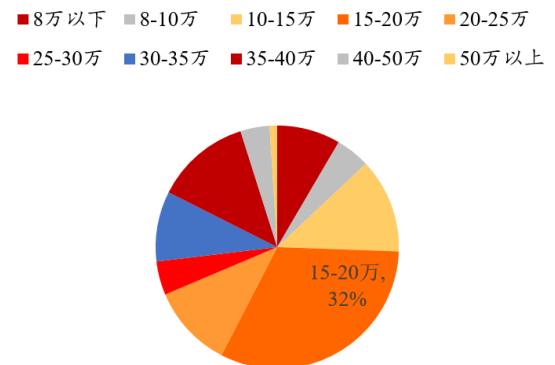
**新能源车的数量和占比不断提升。**根据弗若斯特沙利文报告,自2017年起,中国电动汽车销量不断提升,预计2026年电动汽车在中国乘用车的渗透率达到40.6%。根据中国汽车工业协会,今年1-10月的不同价格的新能源车销量中,15-20万新能源车市场份额最大,累计销量222.3万辆,占总销量的32%。

图8: 中国电动汽车销量及渗透率 (千辆)



资料来源: 公司招股书, 中国汽车工业协会, 中国乘用车市场信息联席会, 弗若斯特沙利文, 浙商证券研究所

图9: 2023年1-10月中国新能源汽车市场价格分布



资料来源: 中国汽车工业协会, 浙商证券研究所

### 2.1.2 世界前十大车企的主力车型大多集中在10-20万价位带

世界前十大车企的主力车型大多集中在10-20万价位带。世界前五大车企: 丰田、大众、现代起亚、雷诺日产、Stellantis, 主力车型价位带普遍在10-20万之间, 占据全球的主要销量。

**表1: 2022 年全球前十大车企销量情况**

品牌	销量 (万辆)	全球份额
丰田集团	1010	13.0%
大众集团	785	10.1%
现代起亚	683	8.8%
雷诺日产	639	8.2%
Stellantis	634	8.2%
通用集团	584	7.5%
本田汽车	374	4.8%
福特集团	367	4.7%
铃木集团	289	3.7%
宝马集团	233	3.0%

资料来源: focus2move, 浙商证券研究所

**表2: 2022 年全球前五大车企主力车型**

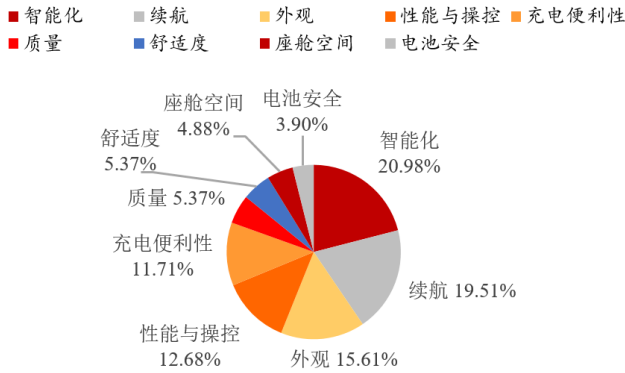
品牌	车型	价格	全球销量 (万辆)
丰田	丰田 RAV4	17.68-26.38 万	101.57
	丰田卡罗拉	11.68-15.58 万	99.16
	丰田凯美瑞	17.98-26.98 万	67.33
	丰田 Hilux (海外)	20.32-24.85 万	63.25
	丰田卡罗拉锐放	12.98-18.48 万	53.03
	丰田汉兰达	26.88-34.88 万	40.56
大众	大众朗逸	9.40-15.19 万	36.19
	大众途观 Allspace (海外)	19.87-26.08 万	31.18
	大众 T-Roc	15.89-17.99 万	29.92
	大众途铠	11.59-16.19 万	29.56
	大众捷达	7.21-13.49 万	28.31
现代起亚	大众 Polo	9.09-12.49 万	23.09
	现代伊兰特	9.98-14.98 万	37.11
	现代途胜 LWB	16.18-20.78 万	33.47
	北京现代 ix35	12.18-16.78 万	30.68
	现代 kona (海外)	17.30 万+	23.25
	现代途胜	16.18-22.58 万	22.21
	现代胜达	20.28-26.98 万	21.41
雷诺日产	现代 venue (海外)	16.62-18.22 万	19.58
	日产逍客	12.59-18.89 万	35.38
	日产天籁	17.98-23.98 万	29.77
Stellantis	标致 208 (海外)	15 万	30.06
	Jeep 牧马人 (海外)	45.99-57.99 万	23.75
	Jeep 指南者	13.98-24.18 万	23.4
	标致 2008	9.97 万	19.79
	欧宝 corsa	16.98 万+	18.53
	菲亚特 500 (海外)	14.78-26.88 万	18.04

资料来源: fiat group world, Stellantis, 汽车之家, 团车, 太平洋汽车, 现代官网, opel官网, 搜狐汽车, 浙商证券研究所

## 2.2 新能源消费者最关心的两大要素: 价格、智能化

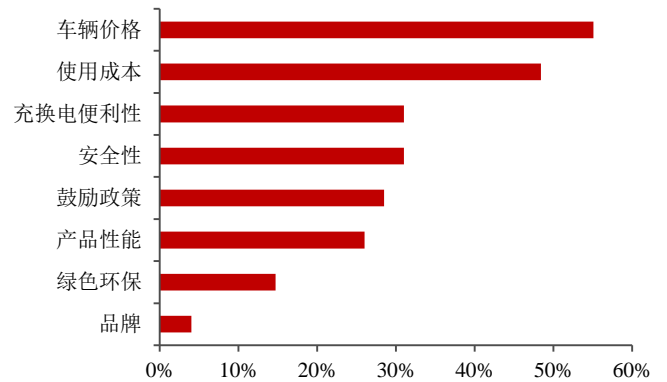
智能化和车辆价格是消费者购买新能源车最大的考虑因素。根据罗兰贝格调研，造车新势力车主最关注智能化、续航和外观，占比分别为 20.98%、19.51%和 15.61%。根据新华信调研，车辆价格、使用成本和充换电便利性是车主购买新能源车最考虑的因素，占比分别为 55.10%、48.40%、31%。

图10: 造车新势力车主最关注智能化



资料来源: 罗兰贝格, 浙商证券研究所

图11: 购买新能源车最考虑车辆价格



资料来源: 新华信咨询, 浙商证券研究所

## 2.3 行业未来趋势: 电动化与智能化

### 2.3.1 电动汽车是未来汽车趋势

随着环保意识的增强和政府对于清洁能源的支持, 各国和城市纷纷出台燃油车禁售时间表。意大利、法国、西班牙、美国、中国等国家的一部分城市都明确了燃油车的禁售时间, 同时推出新能源全车补贴计划促进新能源汽车行业的发展。

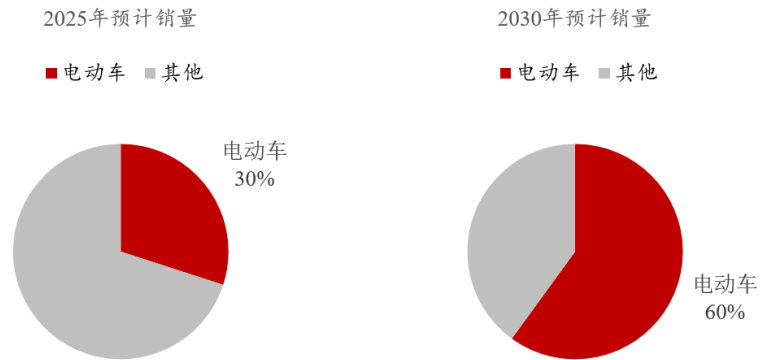
表3: 各国燃油车禁售时间表

禁售时间	国家
2024年	意大利 罗马
2025年	法国 巴黎、西班牙 马德里、希腊 雅典、墨西哥、挪威
2029年	美国 加州
2030年	中国 海南、荷兰、德国、印度、以色列、爱尔兰、日本 东京、丹麦、冰岛、斯洛文尼亚、瑞典、英国
2032年	英国 英格兰
2035年	日本、加拿大 魁北克省
2040年	法国、西班牙、加拿大 不列颠哥伦比亚省

资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

电动汽车的销量占比逐年提升。根据国际能源署《Global EV Outlook 2023》, 电动汽车保有量年均增长率约为 40%, 到 2030 年路上行驶的电动汽车数量将达到 3.8 亿辆, 电动车销量在 2025 年将超过 3000 万辆, 在 2030 年超过 7000 万辆, 分别占总销售量的约 30% 和 60%。

图12: 2025年-2030年电动车销量占比

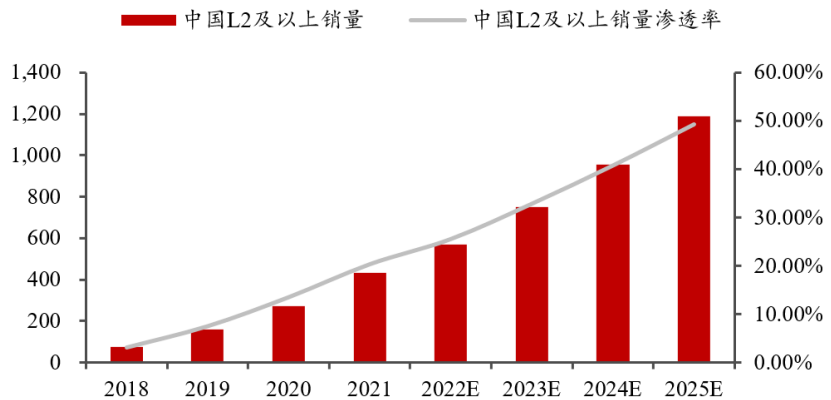


资料来源: 国际能源署《Global EV Outlook 2023》, 浙商证券研究所

### 2.3.2 智能化是未来汽车趋势

中国 L2 及以上销量和渗透率大幅提升。随着科技不断发展, 加上政策的推动, 消费者年轻化, 智能汽车的渗透率逐年增加。智能驾驶的市场渗透率 2017 年-2021 年间 CAGR 达到了 42.7%, 预计到 2025 年, 中国 L2 及以上智能汽车销量破千万辆, 对应中国智能汽车渗透率达 49.3%。中国市场智能电动 (新能源+L2+智能座舱) 赛道即将进入新的周期。

图13: 中国 L2 及以上智能汽车销量及渗透率 (万辆, %)

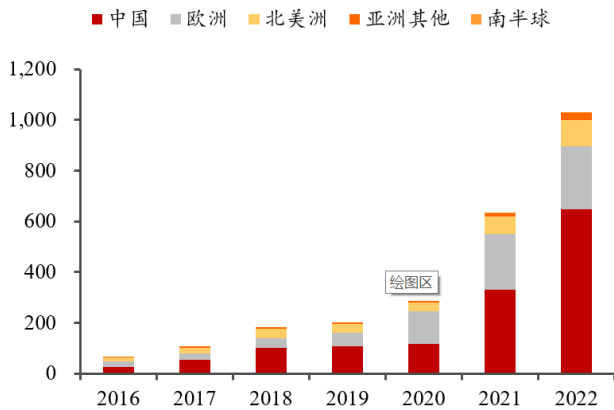


资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

### 2.4 国产新能源品牌崛起, 车辆出口高速增长

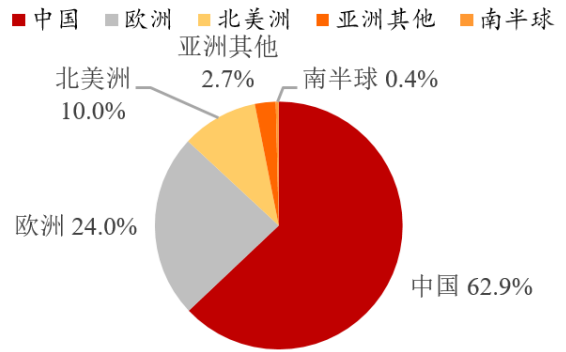
国产新能源品牌崛起。1) 全球新能源销量增长迅速: 近年世界各地新能源乘用车销量逐年增长, 2016 年-2022 年的 CAGR 达到了 57.71%。2) 国内新能源车销量情况: 2022 年中国新能源车销量为 649 万辆, 同比增长 96.1%, 占世界新能源乘用车销量的 62.9%。3) 中国新能源品牌出口情况: 2022 年中国汽车出口突破 300 万辆, 达到 311.1 万辆, 同比增长 54.4%, 其中, 新能源汽车出口 67.9 万辆, 同比增长 1.2 倍。

图14: 2016-2022年世界各地新能源乘用车销量(万辆)



资料来源: 乘联会, 浙商证券研究所

图15: 2022年世界各地新能源乘用车销量占比



资料来源: 乘联会, 浙商证券研究所

**中国车企电动化和迭代速度快, 积极推出多款新车型。**受限于产业链成本, 欧洲新能源汽车价格较高, 本土车企电动化速度慢, 给予中国汽车出口给欧洲的机会。中国车企新车迭代速度快, 平均每年推出新车型数量较多, 而国外车企每年推出新车型数量较少。

表4: 各品牌今年上市的新车

国内车企	国外车企
比亚迪: 2023年推出6款新车(海鸥、腾势N7、腾势N8、海豹DM-i、仰望U8、豹5)	大众: 2023年推出1款新车(ID.7 VIZZION)
蔚来: 2023年推出2款新车(ET5T、SUV EC6)	菲亚特: 2023年推出1款新车(Topolino)
零跑: 2023年推出3款新车(C11超级增程、C01超级增程、C10)	雪铁龙: 2023年暂未推出新车

资料来源: 比亚迪公众号, 蔚来公众号, 零跑汽车官网, 一汽大众官网, Stellantis官网, 浙商证券研究所

**中国汽车的性价比更突出。**RCEP(区域全面经济伙伴关系协定)于2022年1月1日对文莱、柬埔寨、老挝、新加坡、泰国、越南、中国、日本、新西兰和澳大利亚10国正式生效, 使区域内90%以上的货物贸易实现零关税, 同时促进亚洲汽车产业链进一步聚集, 利于中国将汽车出口给亚洲国家。对比国内外SUV相似车型可知, 中国汽车具有价格低、轴距长、续航长等优势。

表5: 各品牌车的参数对比

品牌	国外: 大众 SUV	国外: 雪佛兰	比亚迪 SUV	零跑 SUV	小鹏 SUV
车型	ID.4 CROZZ 2024款 纯享限量版	2023 Chevrolet Bolt EUV FWD 4dr LT	宋 PLUS 2023款冠军版 EV 520km 豪华型	C11 500 舒享版	G6 2023款 580 长续航 Pro
价格	19.39万	19.28万	16.98万	15.58万	20.99万
轴距(mm)	2765	2675	2765	2930	2890
CLTC 综合工况续航里程(km)	442	435	520	502	580

资料来源: 汽车之家, 雪佛兰官网, U.S.News, 浙商证券研究所




### 3 公司布局：车型覆盖广，增程、纯电齐发力

#### 3.1 目前在售 3 款车型，C 系列增程、纯电齐发力

##### 3.1.1 公司目前在售车型 3 款，C 系列增程、纯电齐发力

公司目前在售车型 3 款：T03、C01、C11，其中 C 系列包含纯电动及增程式。公司于 2020-2022 年分别推出 T03（微型车）、C11（中型 SUV）、C01（中大型车），分别布局 5-20 万价位带，其中 C 系列包含增程式、纯电动，满足消费者不同需求。

图16：公司目前在售车型情况

上市时间	2020.05		2021.09		2022.09	
车型	T03 		C11 		C01 	
定位	微型车		中型SUV		中大型车	
价格	5.99-8.99万		14.98-20.98万		14.58-20.88万	
长×宽×高	3620 x 1652 x 1605/1592 (mm)		4750/4780 x 1905 x 1675 (mm)		5050 x 1902 x 1509/1515 (mm)	
能源类型	纯电动		增程式		增程式	
车型数量	4款		6款		4款	
	200舒享、310舒享、403舒享、403智享		180舒享、200舒享、285舒享、285智享、300舒享、300智享		500舒享、500智享、650智享、580四驱性能	
充电时间	快充：≈0.6H 慢充：≈3.5-6H		快充：≈0.5H 慢充：≈2.6-3.8H		快充：≈0.67H 慢充：≈6-7.5H	
百公里加速	12S		7.8-9S		4.5-7.9S	
续航里程	200-403km		900-1210km		502-650km	
					1176-1276km	
					216舒享、316舒享、316智享	
					525舒享、606智享、717智享、630四驱性能	
					快充：≈0.5H 慢充：≈2.6-3.8H	
					快充：≈0.67H 慢充：≈7-8H	
					8.2S	
					4.3-7.7S	
					525-717km	

资料来源：公司官网，零跑汽车公众号，浙商证券研究所

##### 3.1.2 C10：2023 年 11 月亮相，LEAP3.0 技术架构下的首款全球车型

**首款 LEAP3.0 技术架构下的全球车型：**零跑 C10 于 2023 年 11 月 17 日在广州车展迎来正式首秀，预计 2024 年 1 月开启预售，3 月正式交付。作为零跑 LEAP 3.0 技术架构下的首款全球战略车型，零跑 C10 搭载“四叶草”中央集成式电子电气架构，实现高度中央超算，全车核心部件高效协同。

**智驾性能卓越：**零跑 C10 也是行业内首批应用高通骁龙 8295 芯片的智能电动车，后续还将搭载激光雷达，进一步优化智驾性能。

**安全性表现优异：**在安全方面，受益于 CTC 2.0 更高集成度的一体式骨架结构，零跑 C10 整车扭转刚度高达 42500N.m/deg，超越劳斯莱斯幻影及其他百万级豪车。

图17: C10 配置情况



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图18: C10 扭转刚度高 (超越劳斯莱斯幻影)



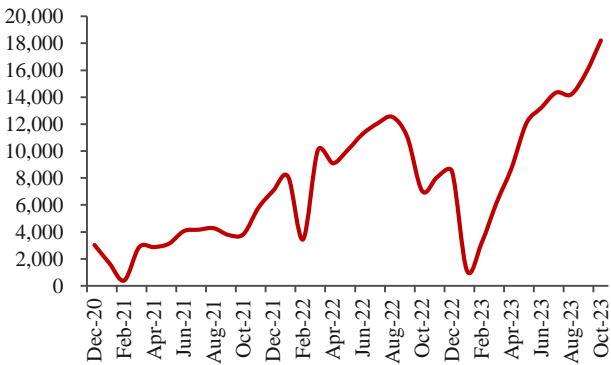
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 3.2 车型变化: T→C 系列切换 (微型车→中级 SUV、中大型车)

**整体销量高增:** 公司整体销量于 22 年年底触底, 随后在今年开启持续的高增态势。我们认为公司今年年初在价格策略和产品策略的调整 (一方面是聚焦 15-20 万级市场, 打造“同级给得更多、同价品质更高”的高性价比产品; 另一方面是布局纯电+增程新能源给“双动力”, 满足用户的多样化出行需求) 导致了这一变化。

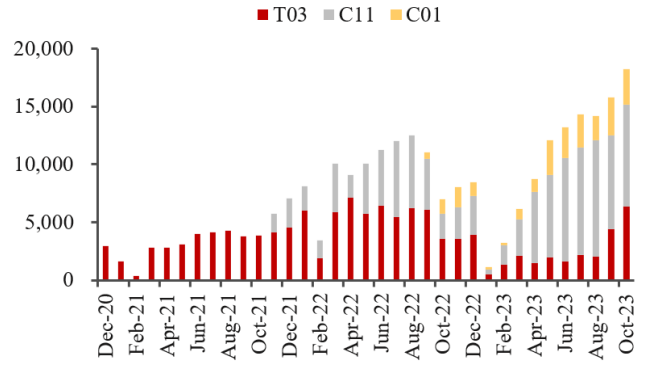
**T→C 系列切换:** C 系列的 C11 于 2021 年 9 月上市, 随后于 2022 年 7 月首次销量超过 T03, 逐步接棒 T 系列成为公司销量增长主力。我们认为这得益于公司前瞻的判断, C11 超级增程作为中级 SUV 性价比凸显, 树立了大众化新能源汽车消费市场的价值新标杆, 成为拉动品牌销量增长的新引擎。

图19: 今年零跑整体销量高速增长 (辆)



资料来源: 车主之家, 浙商证券研究所

图20: C 系列接棒 T 系列成为销量增长主力 (辆)



资料来源: 车主之家, 浙商证券研究所

### 3.3 后续规划: 2023-2025 年将推出 7 款车型

公司计划 2023 年至 2025 年底前推出 7 款涵盖轿车、SUV、MPV 的车型。截止 2022 年 9 月, 公司推出 S01、T03、C11、C01, 未来计划每年推出 1-3 款车型, 预计 2023 年至 2025 年底推出 7 款全新的纯电动车型, 涵盖各种尺寸的轿车、SUV 及 MPV, 满足不同主流目标市场需求。

明年 C10 投产、C16 即将推出。公司于 11 月 17 日展示了首款全球化 SUV C10，明年将推出全新的 SUV C16。

图21: 公司车型的开发计划及预期交付时间



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所, 注: C10 已于 2023 年 11 月 17 日展示

### 3.4 产能: 金华、杭州双工厂, 积极扩产

**金华基地:** 金华基地是按照工业 4.0 理念建设的 AI 智能工厂, 包含冲压、焊接、涂装、总装及三电五大生产线, 已经通过大规模机器人、机器视觉、智能化输送、工业互联网等新技术实现制造高度智能化。同时金华基地内建有专用三电车间, 拥有电池、电驱、电子自主装配能力, 也能够承担电池 PACK、电机总成、控制器、摄像头、大灯等自研产品的生产。金华基地自动化率达 95%, 截至 2022 年 9 月拥有产能 20 万辆, 预计在 2025 年产能达到 60 万辆。

**杭州基地 (预计 2025 年投产):** 2021 年 3 月 29 日公司与钱塘新区正式签署合作协议, 零跑汽车智能产业园落户钱塘, 于 2021 年 11 月开工建设, 目前正在建设中, 预计 2025 年投产。按照规划, 零跑汽车在钱塘新区建设年产能为 20 万台, 项目总投资 40 亿元。

图22: 公司金华 AI 工厂

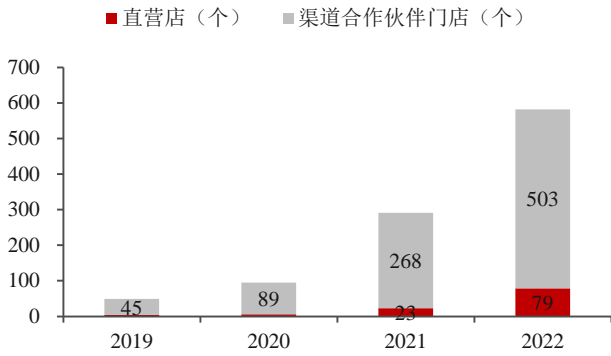


资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

### 3.5 销售模式：经销商为主，持续拓展销售网络

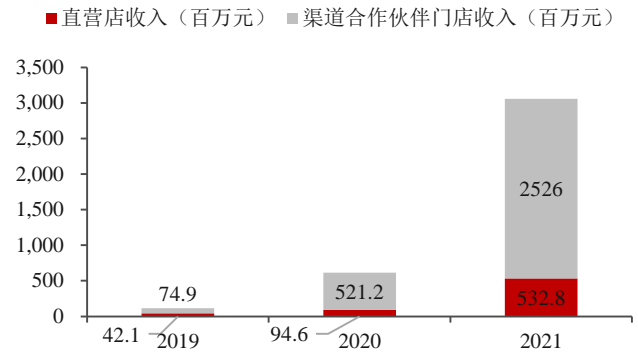
**销售模式：**直营+加盟模式，以经销商为主。数量上，2022年直营店/渠道合作伙伴门店分别为79/503个；收入上，2021年直营店/渠道合作伙伴门店分别为533/2526百万元。

图23： 直营店&渠道合作伙伴门店数量（个）



资料来源：公司招股说明书，公司2022年年报，浙商证券研究所

图24： 直营店&渠道合作伙伴门店收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

## 4 核心优势：全域自研带来性价比高，与巨头合作加速出海

### 4.1 管理团队：背景多元，行业经验丰富

**管理团队背景多元，行业经验丰富。**拥有硬科技、汽车、信息技术和金融行业等多元背景的高级管理团队为公司带来丰富的行业经验与商业洞察力。

图25： 公司高管代表



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表6: 公司管理团队

姓名	职务	主要经历
朱江明	创始人、董事长、执行董事兼首席执行官	浙江大华技术股份有限公司主要创始人之一，曾任浙江大华技术股份有限公司董事、常务副总裁。
吴保军	总裁、执行董事	2020年加入，负责集团的业务发展、营销、制造以及供应链，拥有近30年的汽车行业管理及营销经验，曾任广州本田汽车销售部部长，众诚汽车保险股份有限公司总裁及董事长。
曹力	高级副总裁、执行董事	2016年加入，负责本集团整车相关的研发及电池相关的研发及制造，拥有超过10年的产品设计领域经验，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、首席运营官	2022年加入，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）有限公司区域经理、西区副总经理及大客户高级经理。
张韦力	高级副总裁、首席营销官	2022年加入，拥有丰富的品牌营销经验，曾任华为大中华区地区部首席营销官和拉美地区首席营销官，实力传播集团高级客户总监，三星鹏泰（中国）数码产品营销负责人。
周洪涛	高级副总裁	2016年加入，负责本集团的自动驾驶和汽车电子研发及制造，拥有近20年软件及汽车电子行业经验，曾任大华技术软件相关工作。

资料来源：公司2022年年报，Wind，浙商证券研究所

## 4.2 全域自研：整车、三电、智驾、智舱全覆盖打造平台化能力

### 4.2.1 八年全域自研，自研自产覆盖整车成本70%

8年全域自研，自研自产覆盖整车成本70%。零跑经过八年努力，已实现智能电动汽车所有核心系统和电子部件的自主研发设计与生产制造，自研自产覆盖整车成本70%，平台架构五年实现三次迭代，零跑技术生长“毛竹效应”凸显。

图26: 公司全域自研，自研自产覆盖整车成本70%

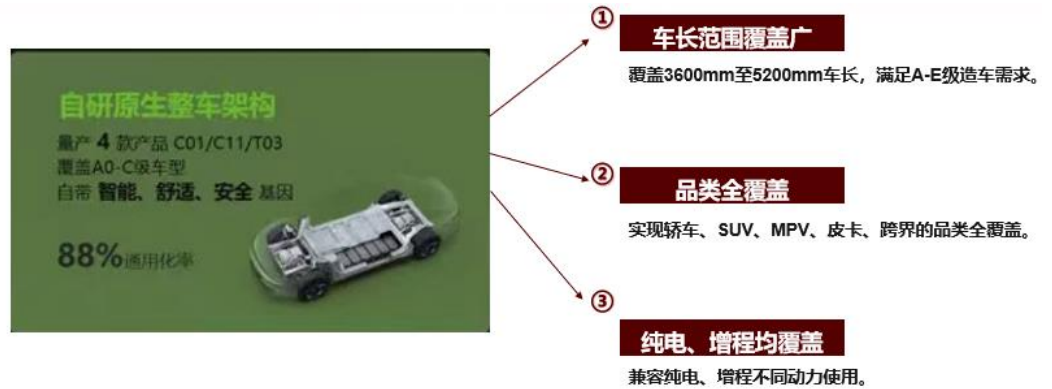


资料来源：零跑汽车公众号，浙商证券研究所

### 4.2.2 整车：通用化率高达88%，覆盖不同品类、动力的车型

整车架构通用化率高：新能源整车架构以全球化标准打造，通用化率高达88%，产品智能、舒适、安全性高。1) 车长范围覆盖广：架构覆盖3600mm至5200mm车长，满足A-E级造车需求。2) 品类全覆盖：实现轿车、SUV、MPV、皮卡、跨界的品类全覆盖。3) 纯电、增程均覆盖：兼容纯电、增程不同动力使用，广泛覆盖不同需求的客户群体。

图27: 公司自研整车架构, 通用化率高



资料来源: 公司官网, 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

4.2.3 四叶草: 两芯融四域的中央集成式电子电气架构, 降本效果明显

两芯融四域, 核心部件高效协同。“四叶草”中央集成式电子电气架构是公司全域自研的最新成果, 将作为“大脑”领衔 LEAP 3.0 时代。该架构用 1 颗 SOC 芯片+1 颗 MCU 芯片, 实现四域中央超算, 以高算力、快通讯、低时延, 达到智能电动车的核心部件高效协同。

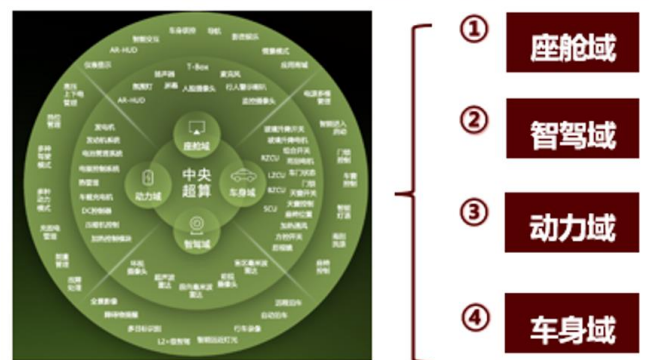
通用化率高 (>90%): “四叶草”架构通用化率大于 90%, 并推出标配、中配、高配三种配置可选, 全面应用于 10~30 万级车型。其中标配采用高通 8155 (第三代骁龙座舱平台)+S32G 的方案, 中配采用高通 8295 (第四代骁龙座舱平台)+S32G 的方案, 高配采用高通 8295 (第四代骁龙座舱平台)+S32G 高配+高阶 Orin-X, 并支持 L2++级高阶智能辅助驾驶功能。

图28: 公司电子电气架构发展历程



资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

图29: 四域合一的电子电气架构



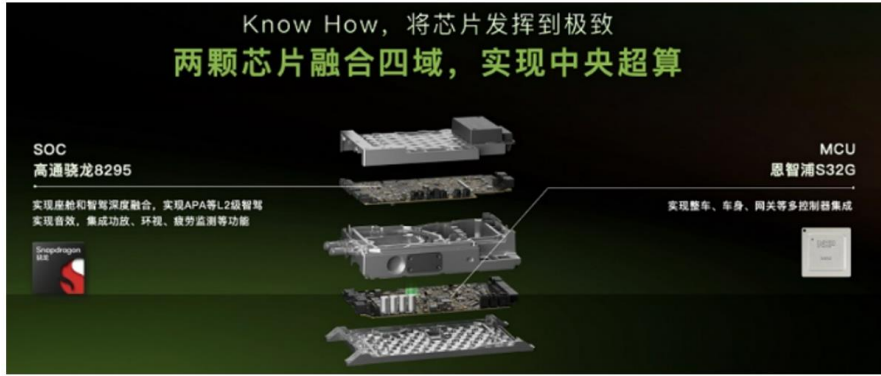
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

“四叶草”实现中央超算。架构实现 1 颗 SOC+1 颗 MCU 达成驾舱融合, 将两颗芯片性能发挥到极致, 系统化融合座舱域、智驾域、动力域、车身域, 将算力集中到一个中央超算平台, 通过中央控制器实现算力集中和信息决策, 正如人的左右脑, SOC 负责数据处

理，MCU负责逻辑计算，并应用区域控制技术重构整车传感器和执行器分配，实现标准接口通讯，更将整车线束长度缩短至1.5km达行业顶尖水平。

“四叶草”架构实现进一步降本。以中控版本举例，相较域控式，“四叶草”架构控制器数量从42个减少至28个，线束从1800米缩减至1500米，数据宽带从100Mbps增加至1000Mbps，电源管理模式从10余种增加至30余种。

图30: 两颗芯片融合四域, 实现中央超算



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图31: “四叶草”架构降本



资料来源: 零跑“四叶草”发布会, 浙商证券研究所

#### 4.2.4 电池: 自研 CTC, 国内首款可量产 CTC 电池底盘一体化技术

国内首款可量产 CTC 电池底盘一体化技术。公司 2016 年开始研发, 经过 6 年攻坚克难, 自研出国内首款可量产 CTC 电池底盘一体化技术。CTC 即 cell -to -chassis, 是指将电池、底盘和下车身进行集成设计, 简化产品设计和生产工艺的前沿技术。通过重新设计电池承载托盘, 使整个下车体底盘结构与电池托盘结构耦合, 减少冗余的结构设计, 有效减少零部件数量, 在提升空间利用率和系统比能的同时, 让车身与电池结构互补, 使电池抗冲击能力及车身扭转刚度得到大幅度提升。

CTC 提升车辆空间布置、续航和安全性。1) 空间方面: 垂直空间增加 10mm, 电池布置空间增加 14.5%; 2) 续航方面: 续航提升 10%; 3) 力学性能方面: 扭转刚性提升 25%, 轻量化系数提升 20%; 4) 安全性方面: 8 项安全测试结果远超国家标准, AI BMS 提供全时主动保护。

图32: CTC 提升车辆空间布置、续航和安全性



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图33: CTC 电池构成



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

#### 4.2.5 电驱：掌握核心技术，智能电驱全域自研

**掌握电驱核心技术。**零跑电驱团队成立于2015年9月，经过多年发展，已经独立掌握完整电驱核心技术，完成对电驱结构、控制软件、控制硬件、电机本体、减速器、可靠性、NVH、热管理的全覆盖。

**软件层面：**1) **PITM 预判式智能热管理技术：**能够提供可进化的安全性，极大提升电机本体可靠性；2) **AAD 抖动抑制算法：**行业首推并持续迭代，可以自适应识别整车当前的状态保证驾驶平顺性；3) **AEAT 自适应效率分配系统：**提供可进化的高效能，针对高频使用场景进行AI优化，最大程度提升性能。

**硬件层面：**零跑在电驱技术的前沿核心领域稳步推进，高压油冷扁线电机、SiC碳化硅控制器、两档变速器正在有序开发中，提升零跑智能动力的性能指标，无限逼近物理极限。

图34： 公司电驱发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图35： 公司智能电驱全域自研



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

#### 4.2.6 智舱&智驾：加速迭代，18-24个月进化一次

**智能座舱：**近年来，智能座舱、智能驾驶、整车域控三大系统迭代加速，18-24个月就进化一次。以智能座舱为例，2019年零跑T03采用14nm的高通8953芯片；2021年C11、2022年C01采用7nm制程的高通8155芯片；2023年，零跑全新车型C10搭载更为先进的5nm制程的高通8295芯片。

**智能驾驶：**2020年量产的英伟达12nm制程的Xavier芯片，AI算力30TOPS；2022年量产的英伟达7nm制程的Orin芯片，AI算力达到254TOPS；下一代英伟达5nm制程的Atlas芯片预计将在2025年量产装车，AI算力高达1000TOPS。

图36: 摩尔定律同样使用汽车行业



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图37: 公司迭代速度快 (5年3次)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

### 4.3 公司3款车型性价比优势明显

#### 4.3.1 竞品比较: 零跑T03, 微型电车的智驾典范

T03是微型电车的智驾典范。相比其他微型车, T03空间大、价格优, 搭载Leapmotor Pilot辅助驾驶系统, 智享版拥有L2级辅助驾驶功能。

表7: T03竞品分析 (均为纯电动车型)

车型	零跑 T03 2023 款 200 轻享版	零跑 T03 2023 款 403 智享版	小蚂蚁 2022 款 改款 甜粉款 微糖版 三元锂 28.8kWh 30kWh	五菱 Air ev 晴空 2023 款 两座-进阶版	奇瑞无界 Pro 2022 款 301km 魔兽版 三元锂
图片					
品牌	零跑	零跑	奇瑞新能源	上汽通用五菱	奇瑞新能源
上市时间	2023.03	2023.03	2022.07	2022.12	2022.11
价格 (万元)	5.99	8.99	7.39	6.58	8.49
车型级别	微型车	微型车	微型车	微型车	微型车
CLTC 纯电续航里程 (km)	200	403	301	300	301
快充时间(h)/慢充时间(h)	0.6/4	0.6/3.5	0.5/9	-/7.5	0.5/10
长*宽*高(mm)	3620*1652*1605	3620*1652*1592	3200*1670*1550	2599*1505*1631	3402*1680*1550
轴距(mm)	2400	2400	2150	1635	2160
发动机最大功率 (kW)/最大扭矩(N·m)	40/96	80/159	30/120	30/110	55/150
电池能量(kWh)	21.6	41.3	28.8	26.7	28.86
摄像头数量	1	3	-	-	1
超声波雷达数量	2	11	-	-	2
巡航系统	-	全速自适应巡航	-	-	定速巡航

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

### 4.3.2 竞品比较：零跑 C01 是高性价比的中大型车

C01 是性价比优势明显的中大型车。C01 车长超 5m，525 舒享版价格仅 14.98 万。C01 增程版 216 舒享版仅 14.58 万，满足更长的旅程需求，均搭载 Leapmotor OS 智能系统，多种版本满足消费者不同需求。

表8: C01 竞品分析 (均为纯电动车型)

车型	零跑 C01 2023 款 525 舒享版	深蓝 SL03 2023 款 515MAX 纯电版	极狐 阿尔法 2023 款 525 森林版 160kW	汉 2023 款 EV 冠军版 506km 前驱尊贵型
图片				
品牌	零跑	深蓝	北汽新能源	比亚迪
上市时间	2023.03	2023.08	2023.06	2023.03
价格 (万元)	14.98	16.39	18.98	20.98
车型级别	中大型车	中型车	中大型车	中大型车
CLTC 纯电续航里程 (km)	525	515	525	506
快充时间(h)/慢充时间(h)	0.7/6	0.42/-	0.42/11.5	0.42/-
长*宽*高(mm)	5050*1902*1509	4820*1890*1480	4930*1940*1599	4995*1910*1495
轴距(mm)	2930	2900	2915	2920
发动机最大功率 (kW)/最大扭矩(N·m)	200/360	190/320	160/360	150/310
电池能量(kWh)	62.8	58.1	-	60.48
摄像头数量	5	5	1	5
超声波雷达数量	4	6	8	8
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

### 4.3.3 竞品比较：零跑 C11 具备明显性价比优势

C11 性价比优势明显。C11 纯电价格较低，轴距较长，搭载多个摄像头、超声波雷达，拥有 L2 级别的辅助驾驶等级和 Leapmotor Pilot 的智驾辅助系统，带来更高级的驾驶质感。C11 增程版 CLTC 综合续航可达 1210km，满足长途旅行需求。

表9: C11 竞品分析 (均为纯电动车型)

车型	零跑 C11 2023 款 纯电 500 舒享版	宋 PLUS 2023 款 冠军版 EV 520KM 豪华型	帝豪新能源 2022 款 EV Pro 网约版 磷酸铁锂	深蓝 S7 2023 款 520Pro 纯电版
图片				
品牌	零跑	比亚迪	吉利	深蓝
上市时间	2023.03	2023.06	2022.08	2023.11
价格 (万元)	15.58	16.98	15.98	17.99
车型级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型车	中型 SUV
CLTC 纯电续航里程 (km)	502	520	430	520
快充时间(h)/慢充时间(h)	0.67/6	0.5/-	0.5/-	0.58/-
长*宽*高(mm)	4750*1905*1675	4785*1890*1660	4755*1804*1530	4750*1930*1625
轴距(mm)	2930	2765	2700	2900
发动机最大功率 (kW)/最大扭矩(N·m)	200/360	150/310	100/230	190/320
电池能量(kWh)	69.2	71.8	51.8	66.8
摄像头数量	5	1	-	5
超声波雷达数量	4	6	-	6

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

4.3.4 市场评价: 性价比高、智能表现突出、续航能力强

零跑的各类车型性价比高、智能表现突出、续航能力强。各类车型 C10、C11 等都做到对应价位的极致配置和性价比, 根据用户的用车需求不断推出新产品。

图38: 零跑汽车性价比高

**理由一, 省钱节约**

小零带给我最实在的感受就是特省钱, 特节约。比如家里的油车, 开1000公里需要油费700元左右, 而C11却节省好多, 利用夜间谷电充, 0.308元一度电, 1000公里大约只费60-70元, 只是油车的十分之一。

此外, 小零的常规保养周期为10000公里, 每次保养费用也更低。长此以往, 节省的可不是一点点呢。

**太平洋汽车**

**产品力优秀的零跑 C10 真的达到 15 万, 是不是有点可怕?**

“零跑 C10 在产品力方面, 无论是外观内饰设计、配置方面以及智能方面都是非常优秀的。再结合零跑“价格屠夫”的外号, 真的达到 15 万左右, 是不是有点可怕, 有点难以想象呢? 整个车圈接下来价格战还能怎么打?”

**“同价位、款式、性能, 零跑性价比最高”**

“考虑再三, 我下单了超级爆款的C11。我用四个理由说服老婆, 乖乖掏钱。一曰: 同价位, 同款式, 同性能, 零跑SUV性价比最高。二言: 三联屏, 大五座, 低油耗, 长续航。乘坐舒心, 舒气, 舒服。三言: 发动机, 发电机, 编程器三大件, 后部无忧, 终身保修。四: 我还没想好呢。老婆就懂, 销售帅哥, 来来, 签合同。”

——零跑用户@初一

**“看到价格, 果断出手”**

“关注了好久, 看到价格, 果断出手, 五米多的车长, 将近三米的轴距, 日常上下班用电足够, 可以说是非常香了, 现在就希望能尽早提车, 可以早点开车出去浪!”

——零跑用户@C01编程冲锋

**“平民价格, 豪华车身”**

“下单了下单了, 已经有一台c11增程180舒享版, 一台SUV, 家里再添一台零跑c01增程, 轿车, 非常完美, 支持零跑! 平民价格, 豪华车身!”

——零跑用户@奥利的C11黑武士

资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

图39: 零跑汽车智能表现突出

理由二, 聪明智能

我的零跑C11搭载了8155高通芯片座舱平台, 算力高, 配备了28个高精度智能感知硬件, 车机系统智能且流畅。

在辅助驾驶方面, 也是得心应手, 全车23项辅助驾驶功能让我们的行车更加安全和可靠, 我常用的有ACC自适应巡航, LCC车道保持和自动泊车辅助功能, 伴我轻松驾驶、平稳泊车, 对比家中油车, 可没有这么多的功能了。

资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

图40: 零跑汽车续航表现优秀

“零跑越来越懂用户的用车需求了”

“最近定了一辆零跑C11增程300智享版, 讲真它的300km纯电续航非常吸引人, 不仅能满足一周城市通勤, 偶尔来个跨城旅行也不在话下, 而且每次充电的电费只需要几十块钱, 这也太省钱省心了。不得不说, 零跑现在越来越懂用户的用车需求了。”

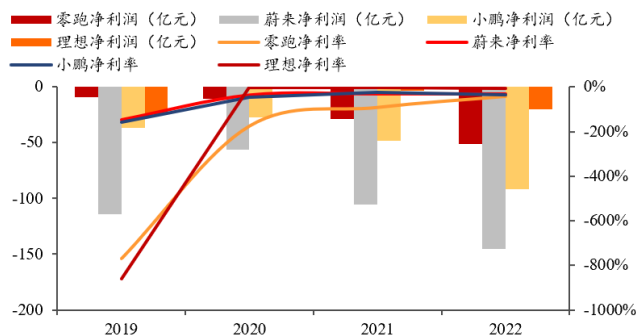
资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

4.4 公司成本控制能力强, 23Q3 季度毛利率已转正

公司成本控制能力强, 亏损幅度较小。2022年, 公司净亏损51.1亿, 亏损额低于蔚来和小鹏。2019-2022年, 公司累计净亏损仅99.6亿, 远低于蔚来的421.6亿和小鹏的204.3亿。

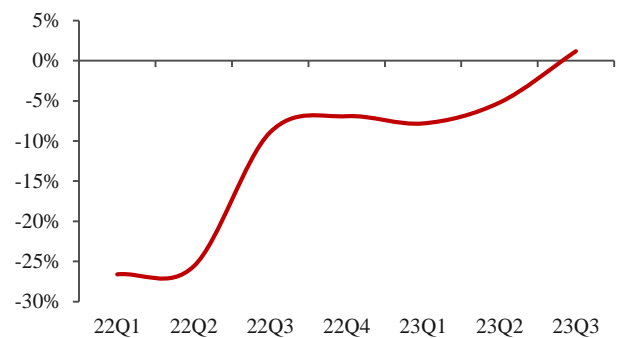
23Q3 毛利率转正, 实现自我造血能力。在保持高性价比的同时, 销量摊薄研发费用, 毛利率持续提升, 提前达成毛利率转正的目标, 2023年第三季度毛利率达到1.2%。

图41: 公司与蔚小理净利润和净利率对比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图42: 公司单季度毛利率情况 (%)



资料来源: 零跑汽车公众号, 浙商证券研究所

4.5 公司与 Stellantis 合作, 加速开拓海外市场

4.5.1 Stellantis 入股零跑, 加速开拓海外市场

Stellantis 以 15 亿欧元获得大华转让的 9000 万股和零跑增发的 19426 万股, 持有零跑汽车 21.26% 的股权。零跑向 Stellantis 配发及发行 19426 万股 H 股, 认购价为每股 43.8 港元, 约占增发前后总股本的 17.00% 及 14.53%。同时, 大华转让 4500 万股内资股及 4500 万股 H 股给 Stellantis, 约占增发前后总股本的 7.88% 和 6.73%, 此后大华不再持有零跑股份。2023 年 11 月 20 日合作交易已交割完成, 同时, Stellantis 在零跑汽车董事会获得 2 个席位。

零跑预计 2024 年第三季度开始在欧洲交付车辆。以出口方式将车销往欧洲, 出口至德国、意大利、法国、西班牙等欧洲 10 国, 首款出海车型零跑 C10 已在德国慕尼黑车展亮相。

图43: Stellantis 与零跑战略合作签约



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表10: Stellantis 通过受让和增发获得零跑 21.26%股权

来源	股数 (万股)	每股价格 (港元)	总对价 (亿港元)	占增发前总股本	占增发后总股本
大华转让	9000	38.8	34.93	7.88%	6.73%
增发	19426	43.8	85.09	17.00%	14.53%
总计	28426	/	120.02	24.88%	21.26%

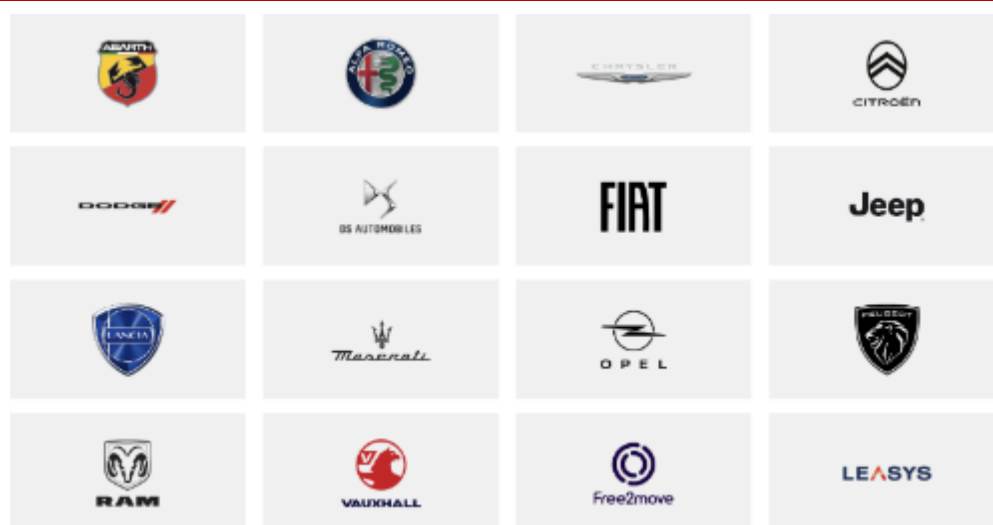
资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

#### 4.5.2 Stellantis——全球第四大汽车集团

**Stellantis——全球第四大汽车集团。**Stellantis 是一家跨国汽车制造公司, 由意大利-美国企业集团 Fiat Chrysler Automobiles (FCA)和法国 PSA 集团合并而成。公司总部设在阿姆斯特丹。截至 2022 年, Stellantis 全球汽车销量达约 580 万辆, 销量排名第四, 仅次于丰田、大众集团和现代汽车集团。在 2021 年合并时, Stellantis 拥有约 30 万名员工, 在 130 多个国家设有销售机构, 并在 30 个国家设有制造工厂。

**旗下拥有 14 个知名汽车品牌 and 2 个移动出行服务单元。**斯特兰提斯设计、制造和销售旗下 14 个品牌的汽车: 阿巴特、阿尔法·罗密欧、克莱斯勒、雪铁龙、道奇、DS、菲亚特、Jeep、蓝旗亚、玛莎拉蒂、欧宝、标致、RAM 和沃克斯豪尔。

图44: Stellantis 旗下品牌



资料来源: Stellantis 官网, 浙商证券研究所

表11: Stellantis 旗下的 14 个汽车品牌介绍

品牌	起源地	建立时间
Abarth	Italy	1949
Alfa Romeo	Italy	1910
Chrysler	United States	1925
Citroën	France	1919
Dodge	United States	1914
DS Automobiles	France	2014
Fiat	Italy	1899
Jeep	United States	1943
Lancia	Italy	1906
Maserati	Italy	1914
Opel	Germany	1862
Peugeot	France	1810
Ram	United States	2010
Vauxhall	United Kingdom	1857

资料来源: 维基百科, 浙商证券研究所

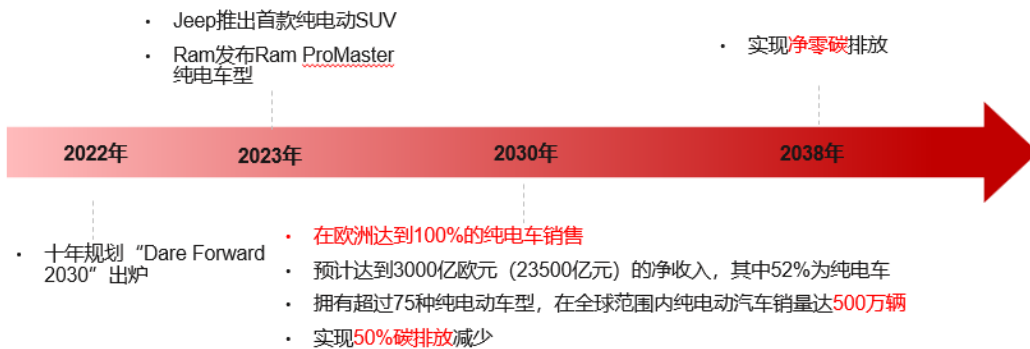
图45: Stellantis 全球布局情况 (2022年)

	销量(万辆)	市占率(%)	地区主要市场排名	细分国家情况销量和市占率 (主要国家)		
				主要国家	销量 (万辆)	市占率 (%)
北美	179.1	10.7%	4 (美国市场)	美国	154.7	11.0%
				加拿大	16.9	11.4%
				墨西哥	7.4	6.6%
欧洲	257.0	18.3%	2 (欧盟27国, 加冰岛、挪威、瑞士和英国, 除去马耳他)	法国	62.0	33.1%
				意大利	53.5	36.3%
				德国	37.1	12.9%
				英国	26.8	14.1%
				西班牙	21.3	22.9%
中东、非洲	41.5	12.0%	2 (包括土耳其、摩洛哥等)	土耳其	25.0	31.9%
南美	84.4	23.2%	1 (巴西市场)	巴西	64.7	32.9%
				阿根廷	11.7	30.7%
中国、印度及亚太地区	19.7	0.5%	/	中国	9.4	0.4%
				日本	3.4	1.0%

资料来源: Stellantis 2022 年报, 浙商证券研究所

Stellantis 未来战略重点为电动车。2022 年 Stellantis 集团推出 “Dare Forward 2030” 十年规划, 积极推出并销售电动车, 计划于 2030 年在全球范围内的纯电动汽车销量达 500 万辆。

图46: Stellantis 集团规划



资料来源: Stellantis 公告, Stellantis 官网, 浙商证券研究所

#### 4.5.3 Stellantis 与零跑的合作方式: 入股+合资

为什么选零跑? ——零跑汽车是中国成长最快且专注于新能源汽车领域的技术领导者之一, 其拥有独特的垂直整合体系及全域自研和生产制造能力, Stellantis 集团将借助零跑汽车技术先导的电动车生态系统, 来帮助集团实现 “Dare Forward 2030” 战略规划中的电气化目标。

如何实现？——借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛商业资产、实力和积淀，合资企业将加速并扩张零跑汽车高技术含量和极具性价比的产品在全球的销售，这将首先从欧洲市场开始。

图47: Stellantis 和零跑的合作方式



资料来源: 公司公告, 零跑汽车公众号, 维基百科, 浙商证券研究所

#### 4.5.4 零跑的性价比完胜 Stellantis 目前在欧洲的主力电动车型

Stellantis 在欧洲的电动车市场占据主导地位。在纯电动汽车市场, Stellantis 今年 (2023 年) 在法国、意大利和西班牙排名第一, 标致 e-208 和菲亚特 500e 电动汽车在欧盟 30 国各自的细分市场排名第一。

零跑相较 Stellantis 主销电动车型具备明显的性价比优势。拿英国版本举例, 零跑 T03 仅售价 5.99-8.99 万元, 而标志 e-208 售价在 28.27-32.84 万元, 菲亚特 500e 售价在 25.54-30.98 万元。

表12: 零跑 T03 对比标志 e-208 和菲亚特 500e 具备明显性价比优势

车型	零跑 T03	标志 e-208 (英国版本)	菲亚特 500e (英国版本)
图片			
价格 (万元)	5.99-8.99 万	28.27-32.84 万	25.54-30.98 万
车型定位	微型车	小型车	微型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
续航里程(km)	200-403 (CLTC)	374-416 (WLTP)	190-460 (WLTP)
长*宽*高(mm)	3620 x 1652 x 1605/1592	4055 x 1745 x 1430	3632 x 1900 x 1527
充电时间	快充: ≈ 0.6H 慢充: ≈ 3.5-6H	家用: 24h 快(AC): 7.5h 快(DC): 30mins 充满 80%	快充: 35mins 充满 80% 慢充: 4H (升级到 7.4KW)

资料来源: 公司官网, 零跑汽车公众号, 标志汽车官网 (英国版), 菲亚特官网 (英国版), 浙商证券研究所

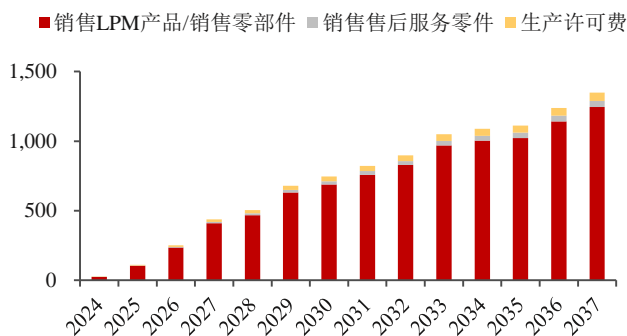
#### 4.5.5 海外拓展: 预计在 2025 年销量将达 8.66 万辆

**合资公司年度交易总额上限指引：**根据零跑汽车公告，合资公司“零跑国际”在2024/2025/2026年的年度交易总额上限分别为23.39/111.07/249.92亿元。

**合资公司未来销量指引：**根据零跑汽车公告，合资公司“零跑国际”在2024/2025/2026年的销量指引分别为2.08/8.66/18.20万辆，预计在2037年达到69.35万辆。

合资公司销售的均为零跑公司的车型，预计将为零跑汽车带来可观销量增长，公司利润有望持续增长。

图48： 合资公司年度交易总额上限指引（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图49： 合资公司未来销量指引（万辆）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 5 盈利预测

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年业绩做出如下核心预测：

**T03 销量：**公司近年来车型销量表现出从 T 系列转移到 C 系列的趋势（微型车转移到中型 SUV、中大型车），但随着与 Stellantis 成立合资公司，T03 车型在 2024、2025 年的销量有望持续增长，预计公司 2024/2025 年 T03 的销量分别为 5.2/7.8 万辆，YOY 为 30%/50%。

**C01、C11 销量：**公司近年来车型销量表现出从 T 系列转移到 C 系列的趋势（微型车转移到中型 SUV、中大型车），C01、C11 均为公司大力销售的主力车型，同时在今年的销量表现非常亮眼。市场对中型 SUV、中大型车的需求仍充足，同时公司凭借自身的自研优势及性价比优势有望在 2024、2025 年销量高增。预计公司 2024-2025 年 C01、C11 的销量为 15.54/21.76 万辆，YOY 为 40%/40%。

**C10 等其他车型销量：**零跑 C10 于 2023 年 11 月 17 日在广州车展迎来正式首秀，预计 2024 年 1 月开启预售，3 月正式交付。作为零跑 LEAP 3.0 技术架构下的首款全球战略车型，C10 搭载了“四叶草”，同时也是行业内首批应用高通骁龙 8295 芯片的智能电动车，我们预计在 2024 年正式开启交付后将迎来较高的销量表现。预计公司 2024-2025 年 C10 等其他车型的销量为 15.00/20.50 万辆，2025 年 YOY 为 37%。

综上，考虑到零跑汽车基于高性价比优势带来 2023 年销量持续高增，我们认为零跑汽车 2023-2025 年基于自身规划的新车周期+与 Stellantis 合资成立公司助力出海销售有望驱动公司业绩和估值提升超预期。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为

213.99/551.95/767.66 亿元，同比增速分别为 73%/158%/39%；毛利率分别为 -1%/10%/15%；归母净利润分别为 -50.53/-47.32/4.87 亿元；EPS 分别为 -3.78/-3.54/0.36 元，对应 PE 分别为 -9.08/-9.70/94.29 倍，PS 分别为 2.14/0.83/0.60 倍(1 港元=0.9090 人民币)。

**表13: 公司细分业务盈利预测**

车型		2022A	2023E	2024E	2025E
C11, C01	销量(万辆)	4.92	11.10	15.54	21.76
	收入(亿元)	82.91	187.59	262.63	367.68
T03	销量(万辆)	6.19	4.00	5.20	7.80
	收入(亿元)	40.87	26.40	34.32	51.48
C10 等其他车型	销量(万辆)	0	0	15.00	20.50
	收入(亿元)	0	0	255.00	348.50
合计	销量(万辆)	11.11	15.10	35.74	50.06
	收入(亿元)	123.85	213.99	551.95	767.66
	毛利率	-15%	-1%	10%	15%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2 估值分析

公司从事电动汽车的研究、设计、制造和销售服务。结合公司的主营业务特点，我们选取以下 3 家与公司产品具有一定关联性的公司进行比较分析，公司 2023-2025 年的估值水平低于行业平均值。

**表14: 可比公司估值 (截至 2023 年 12 月 15 日)**

证券代码	证券简称	营收 (亿元)			PS		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
9866.HK	蔚来-SW	591.49	936.82	1224.50	1.60	1.01	0.77
9868.HK	小鹏汽车-W	324.87	622.75	907.73	3.13	1.63	1.12
2015.HK	理想汽车-W	1207.47	2019.86	2881.97	2.23	1.33	0.93
	均值	707.94	1193.14	1671.40	2.27	2.32	1.32
9863.HK	零跑汽车	213.99	551.95	767.66	2.14	0.83	0.60

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 截至 2023 年 12 月 15 日, 可比公司数据采用 wind 一致预期

## 5.3 投资建议

零跑汽车基于性价比优势带来 2023 年销量持续高增，我们认为零跑汽车 2023-2025 年基于自身规划的新车周期+与 Stellantis 合资成立公司助力出海销售有望驱动公司业绩和估值提升超预期。

公司新车型 C10 于 2023 年 11 月 17 日在广州车展迎来正式首秀，预计 2024 年 1 月开启预售，同时公司计划在 2023-2025 年推出 7 款全新的纯电动车型，涵盖各种尺寸的轿车、SUV 及 MPV，满足不同主流目标市场需求，公司未来在两年在国内市场的销量有望高增长。同时，公司和全球汽车集团巨头 Stellantis 合资成立“零跑国际”，借助 Stellantis 集团在全球范围内的广泛商业资产、实力和积淀，合资企业将加速并扩张零跑汽车高技术

含量和极具性价比的产品在全球的销售，首款出海车型零跑 C10 已在德国慕尼黑车展亮相，零跑预计 2024 年第三季度开始在欧洲交付车辆。我们认为这将有望极大程度提升公司的销量，同时公司有望借助规模效应使生产成本进一步降低，从而让单车盈利能力提高，公司的车型相较 Stellantis 在欧洲的主力车型标志 e-208、菲亚特 500e 具备明显的性价比优势，产品竞争力强，公司销量和盈利有望超预期。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 213.99/551.95/767.66 亿元，同比增速分别为 73%/158%/39%；毛利率分别为 -1%/10%/15%；归母净利润分别为 -50.53/-47.32/4.87 亿元；EPS 分别为 -3.78/-3.54/0.36 元，对应 PE 分别为 -9.08/-9.70/94.29 倍，PS 分别为 2.14/0.83/0.60 倍(1 港元=0.9090 人民币)。

综合以上考虑，结合可比公司 2024 年平均 PS，以及公司 2024 年营收和当前股数，公司对应目标价 60.17 港元（1 港元=0.9090 人民币），给予“买入”评级。

## 6 风险提示

**新能源汽车行业增速不及预期：**若新能源汽车行业的总量及渗透率增长不及预期，或将影响公司未来营收及净利润不及预期。

**新车型开发进度不及预期：**国内新能源汽车市场车型更新速度较快，新车型对销量拉动效果较强，若公司未来不能持续推出符合消费者需求的新车型，可能导致公司销量增长放缓，从而导致公司营收及利润增速不及预期。

**市场竞争加剧：**目前新能源汽车行业竞争较为激烈，若未来市场竞争持续加剧，或将对公司未来业绩产生一定影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	13638	19271	28185	34412
现金	6949	9332	5556	4529
应收账款及票据	1685	2675	6439	8530
存货	1749	2401	5243	6525
其他	3255	4862	10946	14828
<b>非流动资产</b>	5629	8011	9711	10911
固定资产	3208	4708	5708	6308
无形资产	868	1268	1668	2068
其他	1554	2035	2335	2535
<b>资产总计</b>	19268	27282	37896	45323
<b>流动负债</b>	9257	13704	28998	35937
短期借款	1019	1619	2119	2519
应付账款及票据	5987	8405	17938	21750
其他	2252	3681	8942	11668
<b>非流动负债</b>	1752	1861	1911	1911
长期债务	773	873	923	923
其他	978	988	988	988
<b>负债合计</b>	11009	15566	30910	37849
普通股股本	1143	1337	1337	1337
储备	7116	10379	5649	6138
<b>归属母公司股东权益</b>	8259	11716	6986	7475
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	8259	11716	6986	7475
负债和股东权益	19268	27282	37896	45323

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(2400)	(4437)	(2583)	(165)
净利润	(5109)	(5053)	(4732)	487
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	382	0	0	0
营运资金变动及其他	2327	616	2149	(652)
<b>投资活动现金流</b>	(1292)	(2297)	(1625)	(1125)
资本支出	(1418)	(1900)	(1400)	(1000)
其他投资	126	(397)	(225)	(125)
<b>筹资活动现金流</b>	6355	9115	430	261
借款增加	795	700	550	400
普通股增加	5688	8509	0	0
已付股利	0	(94)	(120)	(139)
其他	(127)	(0)	0	0
<b>现金净增加额</b>	2611	2383	(3776)	(1027)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	12385	21399	55195	76766
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	14296	21613	49675	65251
销售费用	1114	1605	3312	3838
管理费用	842	1284	2760	2687
研发费用	1411	2140	4416	4606
财务费用	(106)	(115)	(160)	(28)
<b>除税前溢利</b>	(5109)	(5053)	(4732)	487
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	(5109)	(5053)	(4732)	487
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(5109)	(5053)	(4732)	487
EBIT	(5215)	(5168)	(4892)	459
EBITDA	(4833)	(5168)	(4892)	459
EPS (元)	(4.89)	(3.78)	(3.54)	0.36

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	295.41%	72.79%	157.93%	39.08%
归属母公司净利润	-79.53%	1.09%	6.35%	110.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	-15.43%	-1.00%	10.00%	15.00%
销售净利率	-41.25%	-23.61%	-8.57%	0.63%
ROE	-61.86%	-43.13%	-67.73%	6.51%
ROIC	-51.89%	-36.37%	-48.79%	4.20%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.14%	57.05%	81.56%	83.51%
净负债比率	-62.44%	-58.38%	-35.99%	-14.55%
流动比率	1.47	1.41	0.97	0.96
速动比率	1.08	1.00	0.51	0.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.92	1.69	1.84
应收账款周转率	10.04	9.82	12.11	10.26
应付账款周转率	3.33	3.00	3.77	3.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-4.89	-3.78	-3.54	0.36
每股经营现金流	-2.10	-3.32	-1.93	-0.12
每股净资产	7.23	8.76	5.23	5.59
<b>估值比率</b>				
P/E	-8.98	-9.08	-9.70	94.29
P/B	3.80	3.92	6.58	6.15
EV/EBITDA	-5.42	-7.57	-8.88	97.71

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>