

零跑汽车 (9863.HK) 首次覆盖： 电子部件自研自制提供高利润弹性

我们首次覆盖零跑汽车 (9863.HK)，首予“买入”评级，目标价为 27.0 港元，潜在升幅 32%。零跑汽车将受益于新能源汽车行业高增速。而且，汽车电子部件的自研自制将提供更高的利润弹性。

- **港股上市，增厚资金弹药，追赶蔚小理：**零跑通过发行 1,308 万股新股，募资 62.79 亿港元，并在今年 9 月 29 日正式登陆港交所。零跑汽车较好地把握住新能源汽车行业的窗口期，储备资金弹药以保证未来更好的研发投入、渠道扩张和品牌建立，提升竞争护城河。当前，零跑的新能源汽车销量与蔚来、小鹏、理想等上市的造车新势力处于同一档位量级。虽然零跑的汽车平均售价较其他造车新势力低，但是我们认为仍可以受益于 20 万元人民币以下价格段的增长。同时，零跑具备汽车电子部件自研自制能力，保证长期的获利空间。
- **零跑汽车具备汽车电子零部件自研自制能力，保障毛利率的提升空间，奠定较高的利润弹性空间：**零跑着力于内部制造物料成本占比约 30% 的汽车电子零部件，包括三电系统、大灯、控制器，从而更好地提升汽车智能化能力和控制制造成本。目前，零跑的金华工厂不仅有 2 万台/月的汽车组装产能，还有配套的三电系统生产能力。因此，虽然零跑目前毛利率仍为负，但是明年毛利率有较大希望转正，并奠定此后几年的营业利润弹性。
- **享受新能源汽车 20 万元以下稀缺价格带增长红利，推出增程版本捕捉细分需求：**我们预计零跑汽车 2022 年和 2023 年汽车销量分别为 11.8 万和 20.0 万辆，同比增长 169% 和 70%，有望夺得今年中国新能源乘用车 1.8% 和 2.5% 的份额。零跑 T、C 系列价格布局 5 万-20 万元及以下价格段，享受新能源车行业“哑铃”需求结构其中一端，与蔚小理错位竞争。同时零跑明年着力拓展 C01 和 C11 两款车型，并推出增程版本，捕捉里程焦虑的燃油车用户，打开增长空间。
- **估值：**我们给予零跑 2023 年汽车销售 1.0x 目标市销率，得到 27.0 港元目标价，潜在升幅 32%。结合零跑低毛利率和高销量增速，其目标市销率显著低于其他上市造车新势力，估值吸引，首予“买入”。
- **投资风险：**汽车行业需求走弱，复苏乏力。新能源汽车行业销量和渗透率不及预期。行业竞争加剧，拖累车企销量和利润率表现。自动驾驶研发不及预期。资本市场估值体系发生变化，影响股价表现。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2020-2024E)

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	631	3,132	13,487	28,428	43,452
营收同比增速	440%	396%	331%	111%	53%
毛利率	(50.6%)	(44.3%)	(14.3%)	2.0%	6.3%
净利润 (损失)	(1,100)	(2,846)	(5,015)	(5,650)	(6,045)
净损失增速	22%	159%	76%	13%	7%
目标市销率(x)	14.5	7.5	1.9	1.0	0.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie_tong@spdbi.com
(852) 2808 6447

2022 年 11 月 29 日

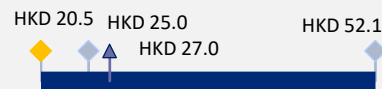
零跑汽车 (9863.HK)

买入

目标价 (港元)	27.0
潜在升幅/降幅	+32%
目前股价 (港元)	20.5
52 周内股价区间 (港元)	17.5-41.0
总市值 (百万港元)	23,425
近 3 月日均成交额 (百万)	27.1

注：截至 2022 年 11 月 28 日收盘价

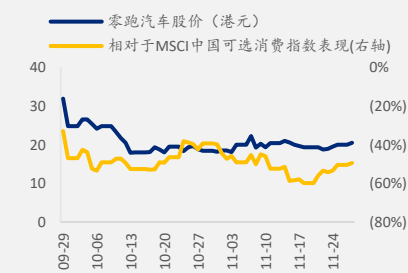
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ▲ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

首次覆盖

零跑汽车 (9863.HK) 首次覆盖：电子部件自研自制提供高利润弹性

目录

零跑汽车基本面要点解析	5
基本面概览	5
销售和制造模式	7
汽车销量及预测	7
造车新势力比较——零跑 vs 蔚来、小鹏、理想：电子部件垂直一体化和价格段错位竞争	9
汽车零部件垂直一体化能力，保障毛利率提升空间	9
主力车型布局稀缺价格段，有望抓住新能源汽车行业成长初期红利	11
迅速推出增程式车型，把握过渡阶段用户痛点需求	11
零跑估值：首予“买入”，目标价 27.0 港元	15
新能源汽车行业可比公司估值	16
SPDBI 乐观与悲观情景假设	19

图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标（2020-2024E）	1
图表 2：零跑主要车型配置	5
图表 3：零跑 C01 竞品车型对比	6
图表 4：零跑汽车月销量	8
图表 5：零跑车型规划	8
图表 7：零跑自研核心系统及电子部件	10
图表 8：中国纯电动乘用车销量按照价格段拆分	11
图表 9：增程式车型配置比较	12
图表 10：汽车销量	12
图表 11：汽车均价	12
图表 12：汽车平均成本	13
图表 13：汽车销售收入	13
图表 14：汽车板块毛利率	13
图表 15：公司综合毛利率	13
图表 16：研发费用	13
图表 17：研发费用率	13
图表 18：营业费用率	14
图表 19：营业利润率	14

图表 20: 净利润	14
图表 21: 营业利润	14
图表 22: 零跑汽车分部加总估值法: 2023 年目标价	15
图表 38: 新能源汽车行业可比公司估值比较	16
图表 27: 零跑汽车市销率: 当前 0.57x vs 历史均值 0.47x vs 历史均值以上 1 个标准差 0.52x	17
图表 28: 零跑 vs 蔚小理市销率	17
图表 29: 浦银国际目标价: 零跑汽车 (9863.HK)	17
图表 30: 浦银国际科技行业覆盖公司	18
图表 31: 零跑汽车 (9863.HK) 市场普遍预期	19
图表 32: 零跑汽车 (9863.HK) 情景假设	19

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	631	3,132	13,487	28,428	43,452
营业成本	(951)	(4,520)	(15,411)	(27,856)	(40,709)
毛利润（损失）	(320)	(1,388)	(1,924)	572	2,743
营业费用	(550)	(1,481)	(3,141)	(6,222)	(8,788)
销售、行政及一般费用	(339)	(826)	(1,889)	(3,740)	(5,282)
研发费用	(289)	(740)	(1,311)	(2,482)	(3,505)
其他支出	78	85	59	-	-
营业利润（损失）	(870)	(2,868)	(5,064)	(5,650)	(6,045)
营业外收支	(231)	23	70	82	85
利息收入/（支出）净额	(229)	22	64	74	77
衍生工具负债之公允价值收益	(2)	0	8	16	17
其他收益-非经营	-	-	(2)	(8)	(8)
除税前溢利	(1,100)	(2,846)	(4,995)	(5,568)	(5,960)
所得税	-	-	-	-	-
净利润	(1,100)	(2,846)	(4,995)	(5,568)	(5,960)
基本股数（百万）	368	940	1,045	1,143	1,143
摊销股数（百万）	368	940	1,045	1,143	1,143
基本每股收益（元）	(2.99)	(3.03)	(4.78)	(4.87)	(5.22)
稀释每股收益（元）	(2.99)	(3.03)	(4.78)	(4.87)	(5.22)

现金流量表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	(732)	(1,019)	(2,900)	(3,948)	(4,149)
净利润	(1,100)	(2,846)	(4,995)	(5,568)	(5,960)
折旧	165	208	1	3	6
摊销	6	2	42	38	34
汇兑(收益)/损失	0	0	-	-	-
利息费用	230	7	-	-	-
其他营业活动现金流	87	545	-	-	-
营运资金变动	(119)	1,065	2,052	1,580	1,771
应收账款(增加)/减少	(149)	(614)	(2,586)	(3,732)	(3,752)
存货(增加)/减少	(41)	(812)	(1,806)	(2,064)	(2,131)
应付账款增加/(减少)	543	1,857	6,256	7,149	7,383
其他经营资金变动	(472)	634	189	227	272
投资活动产生的现金流量净额	(297)	(3,003)	(2,850)	(6,159)	(9,485)
资本支出	(306)	(691)	(2,976)	(6,272)	(9,587)
取得或购买长期投资	(36)	(734)	-	-	-
银行存款增加	(140)	(2,270)	-	-	-
短期投资	107	(1,162)	126	113	102
其他	79	1,854	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	924	8,259	2,890	4,170	4,193
借款	470	138	2,890	4,170	4,193
发行股份	-	6,081	-	-	-
其他	454	2,040	-	-	-
外汇损益	(0)	(0)	-	-	-
现金流量净流量	(105)	4,237	(2,859)	(5,937)	(9,441)
期初现金及现金等价物	206	101	4,338	1,479	(4,458)
期末现金及现金等价物	101	4,338	1,479	(4,458)	(13,899)

资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	542	5,714	2,855	(3,082)	(12,523)
短期投资	76	1,260	1,134	1,021	919
应收账款	233	782	3,368	7,100	10,852
存货	182	749	2,555	4,619	6,751
其他流动资产	421	449	539	647	776
流动资产合计	1,455	8,955	10,451	10,304	6,774
固定资产-物业、厂房及设备	1,522	1,929	4,904	11,174	20,755
资产使用权-非流动资产	117	454	454	454	454
无形资产	20	420	378	341	307
长期投资	18	19	19	19	19
其他非流动资产	140	750	750	750	750
资产总计	3,272	12,526	16,956	23,041	29,059
短期借款	1,243	340	1,465	3,088	4,719
应付账款	739	2,596	8,852	16,000	23,383
其他流动负债	434	1,393	1,672	2,006	2,408
流动负债合计	2,416	4,330	11,989	21,094	30,510
长期借款	1,159	534	2,300	4,847	7,409
其他非流动负债	260	433	433	433	433
负债合计	3,835	5,296	14,721	26,374	38,352
普通股	539	1,012	1,012	1,012	1,012
留存收益	-	-	(4,995)	(10,563)	(16,523)
其他综合收益	(1,102)	6,218	6,218	6,218	6,218
股东权益合计	(563)	7,230	2,235	(3,333)	(9,292)
负债及股东权益合计	3,272	12,526	16,956	23,041	29,059

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营运指标增速					
营业收入增速	440%	396%	331%	111%	53%
毛利润增速	185%	334%	39%	NM	379%
营业损失增速	19%	230%	77%	12%	7%
净损失增速	22%	159%	76%	11%	7%
盈利能力					
净资产收益率	122.8%	(85.4%)	(105.5%)	1015.0%	94.4%
总资产报酬率	(38.5%)	(36.0%)	(33.9%)	(27.8%)	(22.9%)
投入资本回报率	(47.3%)	(35.4%)	(84.4%)	(122.8%)	(213.2%)
利润率					
毛利率	(50.6%)	(44.3%)	(14.3%)	2.0%	6.3%
营业利润率	(137.7%)	(91.6%)	(37.6%)	(19.9%)	(13.9%)
净利润率	(174.3%)	(90.9%)	(37.0%)	(19.6%)	(13.7%)
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	73	59	56	67	75
存货周转天数	67	38	39	47	51
应付账款周转天数	179	135	136	163	177
净债务（净现金）	1,860	(4,840)	910	11,017	24,651
自由现金流	(518)	(874)	34	2,287	5,405

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

零跑汽车基本面要点解析

● 基本面概览

零跑汽车成立于 2015 年。其创始人朱江明，也曾是安防视频监控行业的龙头企业——大华股份的主要创始人之一。零跑于 2019 年 1 月发布首款车型 S01，于 2020 年 5 月发布 T03 车型。T03 上市后大幅推动销量，成为 2020 年最主力车型。此后，公司于 2021 年 9 月正式发布零跑 C11 车型，并于今年 5 月发布零跑 C01 车型。C01 搭载业内最先量产的无电池包的 CTC (Cell to Chassis) 电池底盘一体化技术。C01 目前已开启小批量交付，C01 拥有性价比优势，直指小鹏 P7 和蔚来 ET7，将成为零跑短期内最关键的车型。而放眼中长期，管理层也有清晰的发展战略，即从纯电扩展至增程，并推出现有车型的减配/豪华版本，从而增大产品带宽。

在智能驾驶方面，公司坚持自研智能动力、智能网联、智能驾驶三大核心技术。公司管理层预计，零跑将于 2023 年底投产激光雷达方案，2024 年实现全场景自动驾驶技术。公司自主研发的“凌芯 01”芯片，是 ADAS 系统中的最核心车规级 AI 芯片，目前单芯片可实现 L2 级自动驾驶，双芯片可实现 L3 级别自动驾驶。此外，在大华技术的加持下，传感器、摄像头、毫米波雷达、超声波雷达均实现国产。

图表 2: 零跑主要车型配置

车型	C01	C11	T03
车型定位	中大型轿车	中型 SUV	微型车
基本参数			
补贴后建议零售价 (人民币元)	180,000-270,000	179,800-229,800	79,500-96,500
动力类型	BEV/EREV	BEV/EREV	BEV
轴距 (毫米)	2,930	2,930	2,400
最大扭矩 (N*m)	360/720	360/720	155/158
百公里加速时间	3.7-7.6s	4.5s/7.9s	12.0s/14.5s
电池容量 (千瓦时)	90	76.6	36.5
综合工况 续航里程 (公里)	CLTC: 500-717	CLTC: 510/550/610	CLTC: 301/403

参考图



资料来源：零跑招股书、浦银国际

图表 3: 零跑 C01 竞品车型对比

车型	零跑 C01	比亚迪 2022 款汉 EV (尊享型/四驱型)	比亚迪 海豹
车型定位	中大型轿车	中大型车	中型车
基本参数			
补贴后建议零售价 (人民币元)	180,000-270,000	269,800-288,600	222,274-298,140
动力类型	BEV/EREV	BEV	BEV
轴距 (毫米)	2,930	2920	2920
最大扭矩 (N*m)	360/720	350/700	310/360
百公里加速时间	3.7-7.6s	7.9s/3.9s	3.8s/5.9s/7.5s
电池容量 (千瓦时)	90	85.4	61.44/82.56
综合工况 续航里程 (公里)	CLTC: 500-717	CLTC: 715/600	CLTC: 550/650/700

参考图



	蔚来 ET7	小鹏 P7	特斯拉 Model 3
车型定位	中大型车	轿跑	中型轿车
基本参数			
补贴后建议零售价 (人民币元)	458,000-536,000	229,900-349,900	249,900-419,800
动力类型	BEV	BEV	BEV
轴距 (毫米)	3,060	2,998	2,875
最大扭矩 (N*m)	850	390-655	404
百公里加速时间	3.8s	6.7s	3.3-5.6s
电池容量 (千瓦时)	70/100	70.8-80.9	75
综合工况 续航里程 (公里)	CLTC: 675	NEDC: 562-706	NEDC: 468-668

参考图



资料来源: 公司官网、招股书、浦银国际

目前，零跑在售的车型包含两个系列，包括 2020 年上市的 T 系列和 2021 年上市的 C 系列，主要是 T03、C11 和新上市的 C01。T 系列是 10 万人民币以下的车型，C 系列是 18-22 万价格段的车型。目前，T 和 C 两个系列都是纯电车型。零跑计划在今年年底推出 C11 的增程版，在明年年中推出 C01 的增程版。

在未来三年（2023 年至 2025 年），零跑会在当前基础上，继续推出 E 系列和 S 系列，以覆盖 20 万-25 万和 25 万-30 万两个更高的价格段。此外，C、E、S 三个系列都会计划推出轿车、SUV、MPV 不同车型以覆盖不同需求。在从传统燃油车向新能源车转换过程中，公司也计划推出相应的增程车型，以解决部分纯电车型在过度阶段的里程焦虑。最后，零跑也已经开启新能源车海外销售的征程。目前，零跑在以色列有三家门店，并会继续拓展欧洲其他国家。

● 销售和制造模式

零跑的销售模式以经销商为主，自营店为辅。这主要是考虑到经销渠道的运营成本更低。经销商渠道贡献了约 90% 的汽车销量。未来，公司计划引入原 3C 行业的经销商，例如爱施德等，以拓宽渠道覆盖，更好地服务以电子为卖点的新能源车型。同时，零跑也在增加自营店的数量，以提升品牌形象。

零跑采用自建工厂的模式制造汽车。目前主要有两个制造基地，位于金华和杭州钱塘。目前，金华基地有单月 2 万台的整车组装产能，以及每年 20 万的汽车电子零部件产能。公司计划通过机改等方式将金华基地整车组装产能提升到 40 万/年。杭州钱塘基地正在建设中，同时新基地产能也需要等待国家审批。

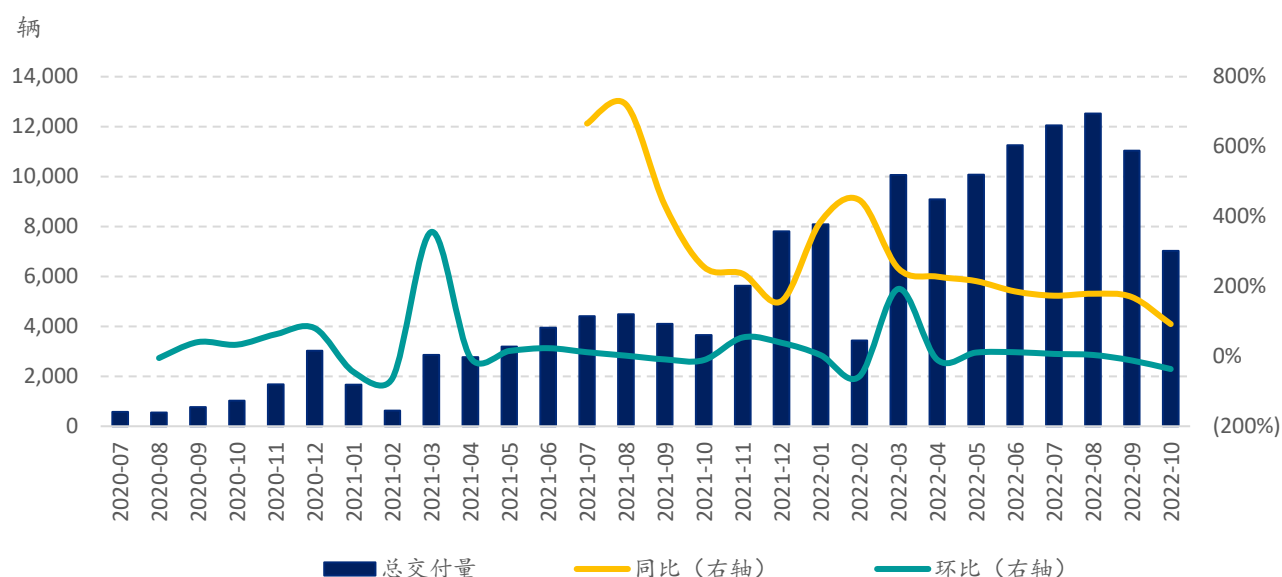
● 汽车销量及预测

今年 1-10 月，零跑累计销售新能源汽车 9.4 万辆，同比增长 198%，占中国新能源乘用车 2.1% 份额。从汽车销量来看，零跑已经与新势力第一梯队的蔚来、小鹏、理想接近，而从增速来看则明显高于这几家一线新势力。

今年 10 月份，零跑新能源汽车销量 7,026 辆，同比增长 92%，环比下降 36%。零跑 10 月销量有明显环比下降，供需两端均受到影响。从供应角度来看，疫情带来的停产，新车型 C01 上市，以及 C11 增程版导入，都带来实际产能利用率的下降。从需求端角度看，公司前期的累积订单消耗，原料涨价带动的零售价格上升，以及疫情导致进店客流降低，也令新增订单有所下降。

进入 2022 年最后 2 个月，我们预计零跑单月销量有望较 10 月环比提升。首先，供应端方面，生产天数的增加以及 C01 的爬坡，提升了供应能力。其次，需求端方面，国家新能源车补贴有望在今年最后两个月会拉动部分兑现需求。因此，我们预计零跑今年汽车销量有望达到 12 万辆，同比增长 169%。

图表 4: 零跑汽车月销量



资料来源: 零跑招股书、零跑公告、浦银国际

我们预期明年零跑销量有望实现 20 万辆, 接近翻倍增长。零跑的销量增量主要来自于 C11、C01 增程版的发布和上市, 以及新的经销商的开拓。C 系列的增程版有助于零跑捕捉该价格段更加细分的用户需求, 尤其部分新购车用户需求。同时, 零跑也会推出 T 系列和 C 系列的改款车型来促进销售。新的 3C 类销售渠道也会帮助公司补充原来缺失的需求。因此, 我们预计, 明年零跑在中国新能源乘用车的份额有望从 2022 年的 1.8% 提升到 2023 年的 2.5%。

同时, 由于零跑 C 系列车型占比提升, 零跑汽车销售的平均售价还有一定的提升空间, 销售均价有望进一步向 C 系列售价靠拢。我们预计, 明年零跑汽车销售单价将有望增长 24%, 进一步推动零跑的成长动能。

图表 5: 零跑车型规划

	2019	2020	2021	2022	2023-2025
轿车/轿跑/微型车	S01	T03		C01	2023推出T03/C01改款、C01增程版。2023-2025推出2款全新纯电车型。
SUV			C11	计划于4Q22推出C11增程版。	2023推出C11改款。2023-2025推出4款全新纯电车型。
MPV					2023-2025推出1款全新纯电车型。

资料来源: 零跑招股书、浦银国际

造车新势力比较——零跑 vs 蔚来、小鹏、理想：电子部件垂直一体化和价格段错位竞争

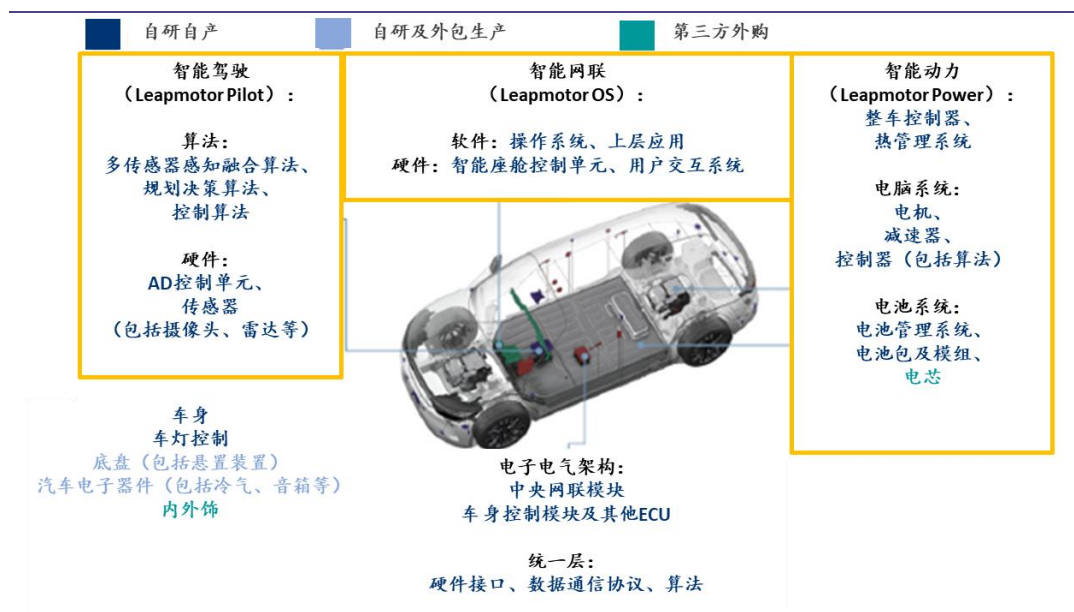
与蔚来、小鹏、理想（“蔚小理”）这三家已上市的造车新势力相比，零跑具有三大独特优势：1) 汽车零部件垂直一体化能力，保障未来的毛利率提升空间。2) 所在价格段（10 万上下）的稀缺性新势力，有望抓住新能源汽车行业成长初期红利。3) 迅速推出增程式新能源汽车，抓住市场过渡阶段的用户痛点需求。

● 汽车零部件垂直一体化能力，保障毛利率提升空间

零跑汽车具备零部件垂直一体化能力，能够保障未来的毛利率提升空间。除了整车组装外，零跑也有制造汽车电子零部件的能力。其电车中最重要的三电系统就是零跑自研（图表 6），并且是在自己工厂制造的。与外部采购的电池相比，零跑自己组装（Pack）的动力电池，大约可以节省 10% 的成本。而零跑工厂电驱的产量也可以排到国内较前的位置。另外，汽车电子零部件，包括大灯、控制器等，均为公司自主制造。

我们估算，电子部件约占到新能源车物料成本的 30%。因此，我们预期零跑的规模效应带动利润的改善会优于其他几家新势力。这类似于比亚迪在月交付量达到 20 万之后，利润释放速度得以充分体现。目前，零跑金华工厂不仅有 2 万台/月的汽车组装产能，还有配套的三电生产能力。整体上，我们预期明年零跑的汽车销售毛利率有望翻正，之后的毛利率将会有更快的提升。

图表 6: 零跑自研核心系统及电子部件

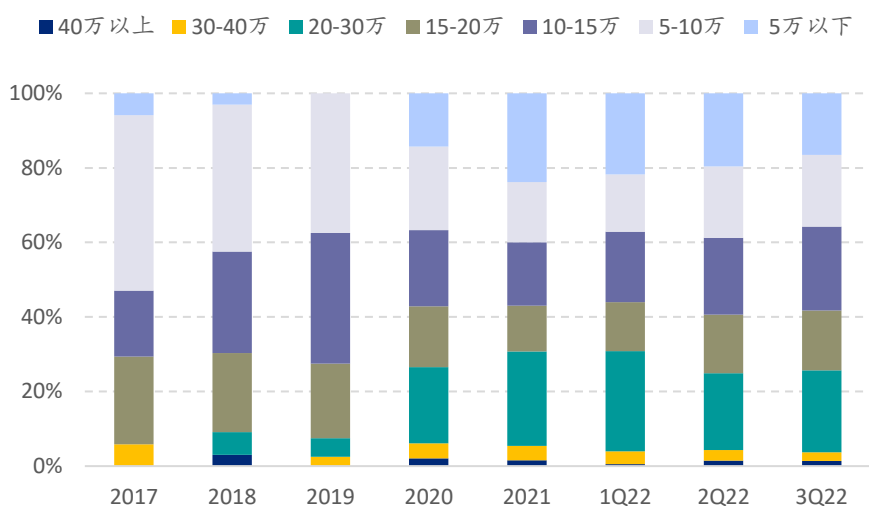


资料来源: 零跑招股书、浦银国际

● 主力车型布局稀缺价格段，有望抓住新能源汽车行业成长初期红利

零跑主力车型布局 20 万及以下价格段，抓住行业初期红利需求。目前，中国新能源汽车行业呈现“哑铃”结构，3Q22，纯电动乘用车销量中，20 万以上车型、以及 10 万以下车型占比 26%和 36%，是最重要的推动力。3Q22，零跑在 10 万以下以及 10 万-20 万价格区间的纯电动乘用车份额分别为 3.5%和 3.2%，具有一定的优势。相比于蔚来、小鹏和理想集中在 20 万以上的车型，零跑目前的 T 系列和 C 系列则集中在 15 万上下的区间，与蔚小理形成错位竞争，有利于充分享受行业红利。这也让零跑更有优势深入中国 3-4 线城市，捕捉低线城市的新能源车需求。

图表 7：中国纯电动乘用车销量按照价格段拆分



资料来源：乘联会、浦银国际

● 迅速推出增程式车型，把握过渡阶段用户痛点需求

零跑计划在多个系列多个车型推出相应的增程车型，以转化更多的燃油车用户。得益于从大华股份继承而来的电子能力，零跑能够通过少量的研发投入实现增程式新能源车的底层电子架构。在从燃油车向新能源车过渡的阶段，增程式车型对于解决该阶段用户的里程焦虑具有优势。其中，C11 的增程版预计将于今年四季度发布，并于明年一季度开启交付。C01 的增程版计划于明年年中发布。我们预期这会对当前零跑的目标人群有更好的扩充。目前，蔚小理中，也仅有理想一家具有增程式新能源车。

图表 8: 增程式车型配置比较

车型	理想 L9	赛力斯 问界 M5	赛力斯 问界 M7
车型定位	大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV
基本参数			
补贴后建议零售价 (人民币元)	450,000-459,800	259,800-331,800	319,800-379,800
轴距 (毫米)	3,105	2,880	2,820
最大扭矩 (N*m)	620	675	660
百公里加速时间	5.3	4.4	4.8
电池容量 (千瓦时)	44.5	40	40
综合工况 续航里程 (公里)	NEDC: 210	WLTC: 150	CLTC: 200, WLTC: 135

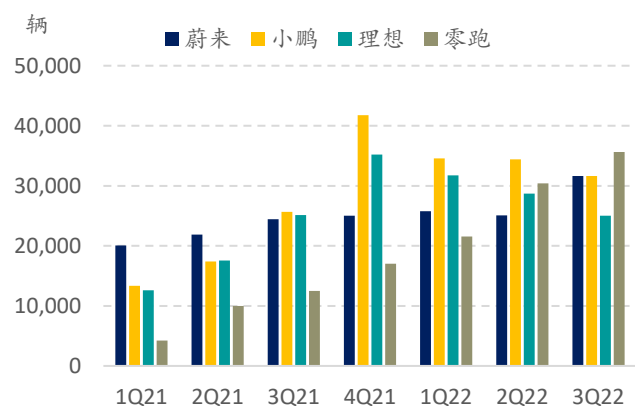
资料来源: 零跑招股书、浦银国际

除了以上提到的三大优势以外,与蔚来、小鹏、理想这三家车企相比,零跑的汽车销量/交付量已经处于同一级别,预计今年 10 万-15 万辆区间,明年 20 万辆-30 万辆区间。

因为性价比优势、价格段特征以及经销商销售模式,零跑汽车销售的毛利率显著低于“蔚小理”。我们预期零跑毛利率在 2023 年有望翻正,并在 2024 年至 2025 年迅速提升。而经销商模式的低成本,也会逐步体现在零跑的费用率上,进一步加大经营性杠杆的放大作用。

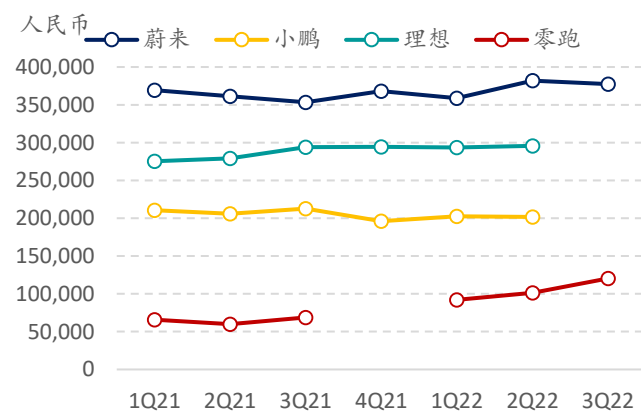
虽然零跑当前手头现金量级,相较于头部蔚小理要少,但是零跑的资金储备也确实处于自身的历史峰值。零跑的资金利用率、研发效率等也都较头部几家新势力具有优势,因而我们对于公司的现金流保持比较乐观的判断。零跑也有足够资源去提升车型、渠道、品牌等方面的能力。

图表 9: 汽车销量



资料来源: 公司公告、浦银国际

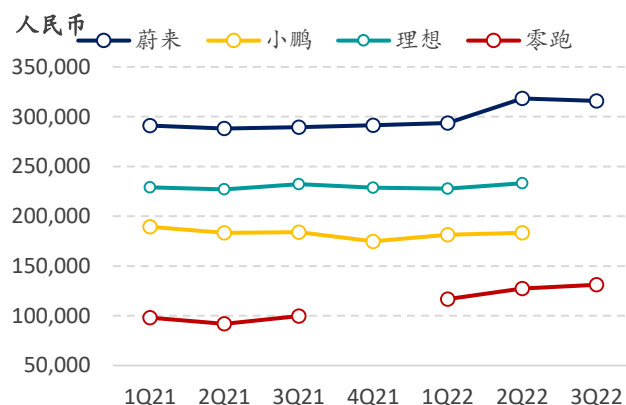
图表 10: 汽车均价



注: 零跑 4Q21 数据未披露

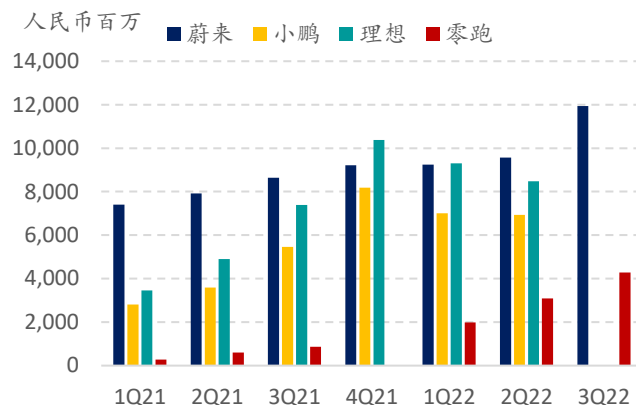
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 汽车平均成本



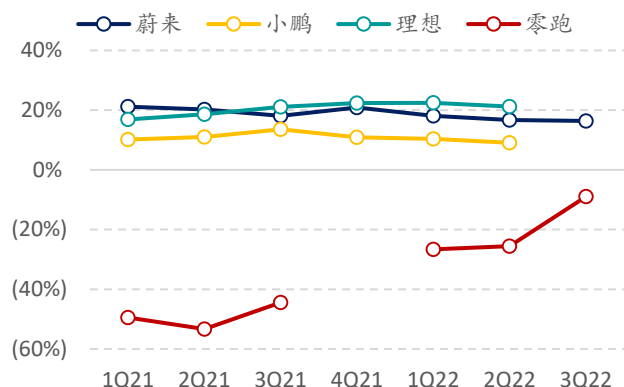
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 12: 汽车销售收入



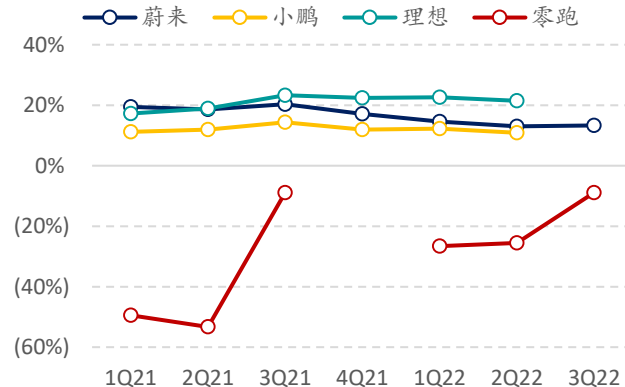
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 13: 汽车板块毛利率



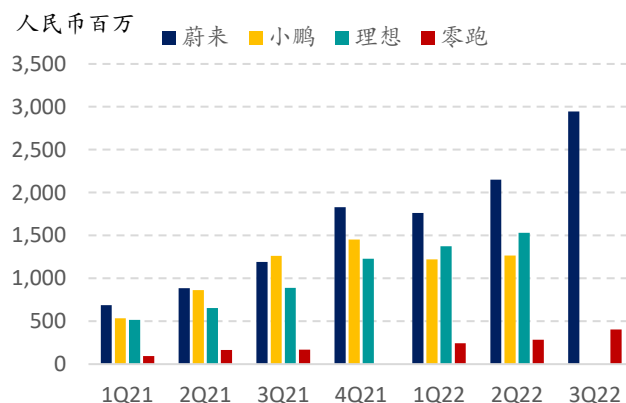
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 14: 公司综合毛利率



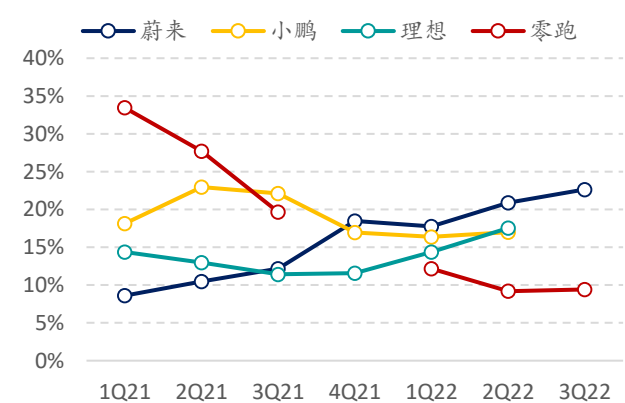
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 15: 研发费用



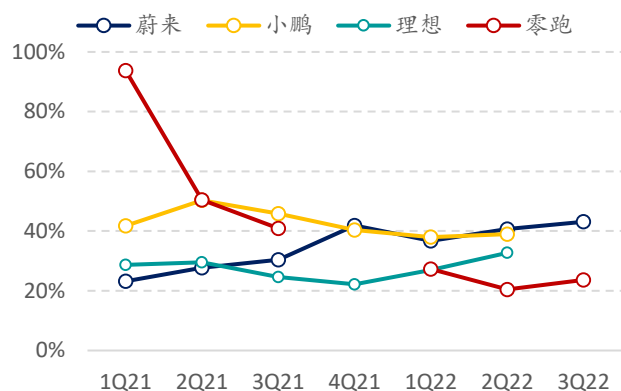
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 16: 研发费用率



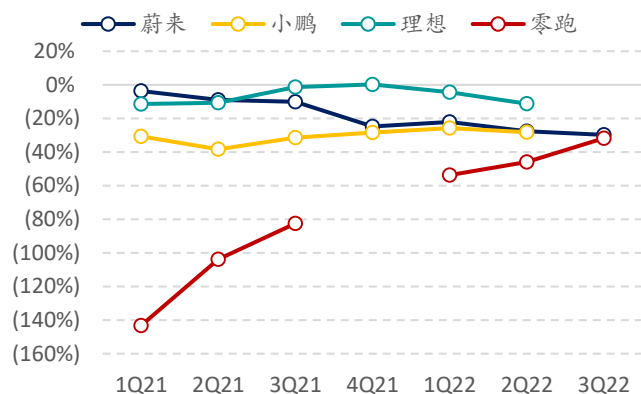
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 17: 营业费用率



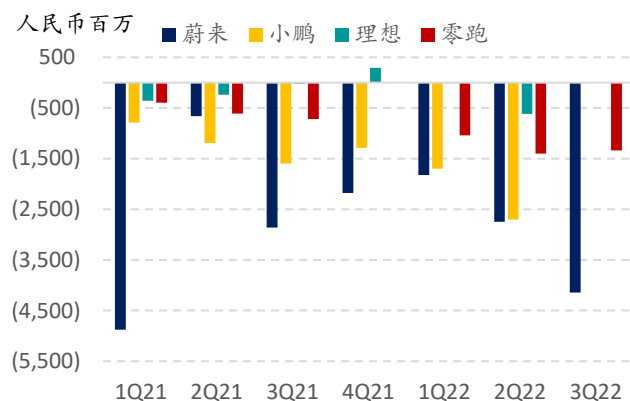
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 18: 营业利润率



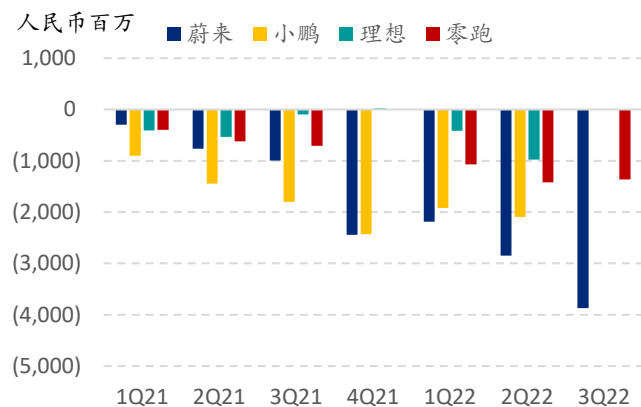
注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 19: 净利润



注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 20: 营业利润



注: 零跑 4Q21 数据未披露
资料来源: 公司公告、浦银国际

零跑估值：首予“买入”，目标价 27.0 港元

首先，我们采用 1.0x 的 2023 年市销率对零跑汽车的新能源汽车销售部分进行估值。受到中国新能源汽车行业需求波动以及 10 月份销量增速放缓的影响，目前零跑的市销率为 0.6x。虽然我们给予的目标市销率明显高于当前估值，但是我们认为零跑当前 0.6x 市销率的估值被显著低估。这个估值显著低于蔚来、理想当前 1.3x-1.4x 的市销率。而且 1.0x 的市销率已经与传统燃油车巨头，例如丰田等估值接近。因此，我们认为 1.0x 的目标市销率合理。假设以 0.9208 的港币/人民币汇率计算，零跑汽车（9863.HK）2023 年目标价为 27.0 港元，潜在升幅 32%，首予“买入”评级。

零跑的 1.0x 的目标市销率相较于“蔚小理”有明显折价。这主要受到零跑价格段偏低以及毛利率偏低的影响。但是，我们认为零跑当前主力车型的价格段布局有利于与其他上市造成新势力形成错位竞争，从而提升销量和份额。而零跑的电子零部件制造能力可以提供更高的利润弹性，从而为更高的估值弹性和股价 Alpha 奠定基础。

短期来看，中国新能源车行业需求在今年年底和明年年初存在压力，需求增速较今年上半年明显放缓，因而零跑也难免受到波及。然而，我们预期，明年三月之后，随着 C11 增程版本的逐步爬坡交付放量，有望推动零跑的月交付量回到单月万台，并逐步向 1.5 万-2 万台的公司指引目标靠拢。

因此，就投资建议而言，当前阶段我们建议投资人在基本面拐点之前，少量布局未来 12 个月及更长期的增长潜能和估值空间。待明年春节前后，临近月销量的催化剂前后，再重仓布局。

图表 21：零跑汽车分部加总估值法：2023 年目标价

人民币百万	2023E 收入	2023E 收入增速	市销率 (x)	估值
汽车销售	28,297	111%	1.0	28,297
服务及其他	14	82%	10.0	145
合计	28,428	111%	1.0	28,442
股数（百万）				1,143
目标价（人民币）				24.9
港元/人民币				0.9208
港股目标价（港元）				27.0

资料来源：浦银国际预测

● 新能源汽车行业可比公司估值

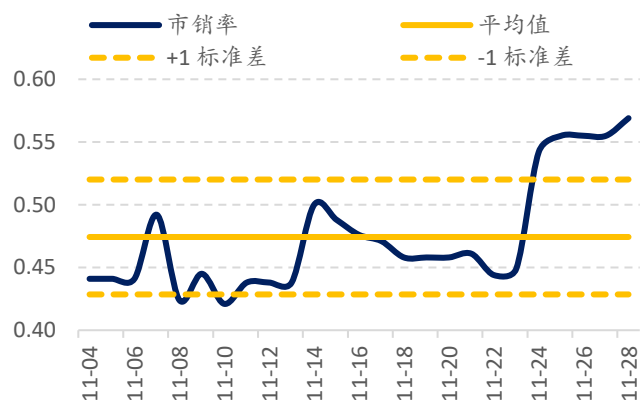
图表 22: 新能源汽车行业可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
新能源汽车													
9863 HK Equity	零跑汽车	2,997	20.5	(48%)	N/A	(22%)	(104%)	1.4	0.6	0.3	3.0	10.7	22.3
TSIA US Equity	特斯拉	577,616	182.9	(48%)	91%	35%	23%	6.9	5.0	4.1	13.7	9.9	7.3
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	85,940	172.8	(35%)	210%	50%	39%	1.6	1.2	1.0	4.5	3.7	3.0
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	85,940	245.1	(9%)	226%	71%	39%	1.5	1.0	0.8	6.6	5.5	4.4
RIVN US Equity	RIVIAN	26,376	28.6	(72%)	(23%)	(16%)	(37%)	15.1	4.9	2.4	1.8	3.0	3.7
LI US Equity	理想	17,761	17.0	(47%)	79%	(954%)	117%	2.8	1.3	0.9	3.1	3.2	2.9
9866 HK Equity	蔚来	16,969	79.4	0%	73%	(31%)	(80%)	2.5	1.4	1.0	5.0	6.7	7.3
2015 HK Equity	理想	16,935	63.5	(48%)	(10%)	(546%)	200%	2.9	1.4	0.9	3.0	2.7	2.4
NIO US Equity	蔚来	16,906	10.1	(68%)	73%	(31%)	(80%)	2.4	1.3	1.0	4.7	6.3	6.8
LCID US Equity	LUCID GROUP	16,552	9.9	(74%)	(27%)	21%	(26%)	22.7	6.7	3.7	6.1	6.5	6.2
9868 HK Equity	小鹏	6,065	27.5	(85%)	43%	(27%)	(64%)	1.4	0.8	0.5	1.3	1.5	1.4
XPEV US Equity	小鹏	5,938	6.9	(86%)	40%	(29%)	(50%)	1.3	0.7	0.5	1.6	1.9	2.1
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	286	1.3	(62%)	(56%)	8%	24%	168.7	6.5	0.8	0.7	1.4	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	137	0.3	(94%)	46%	(8%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								17.8	2.5	1.4	4.2	4.8	5.8
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	68,063	61.4	(9%)	7%	(10%)	2%	0.4	0.4	0.4	0.8	0.8	0.7
BMW GR Equity	宝马	56,756	83.1	(6%)	37%	(39%)	2%	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
RACE US Equity	法拉利	39,393	216.0	(17%)	15%	21%	13%	7.6	6.9	6.4	14.6	12.4	10.0
平均								2.8	2.6	2.4	5.4	4.6	3.8
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	238,965	2,033.0	(3%)	38%	(0%)	13%	1.1	0.9	0.8	1.1	1.0	0.9
VOW GR Equity	大众	83,934	180.0	(30%)	18%	(6%)	8%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
GM US Equity	通用	55,947	39.4	(33%)	5%	(17%)	1%	0.4	0.4	0.3	0.8	0.8	0.7
F US Equity	福特	55,201	13.7	(34%)	8%	(6%)	(9%)	0.4	0.4	0.4	1.2	1.2	1.1
7267 JP Equity	本田	43,746	3,352.0	4%	40%	10%	13%	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5
005380 KS Equity	现代	26,724	167,500.0	(20%)	37%	4%	(2%)	0.3	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5
平均								0.5	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
国产品牌汽车													
2333 HK Equity	长城	28,158	9.4	(65%)	41%	0%	20%	1.4	1.1	0.9	1.2	1.1	1.0
600104 CH Equity	上汽	23,280	14.4	(30%)	(20%)	15%	12%	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.5
200625 CH Equity	长安汽车	14,089	3.5	3%	78%	(4%)	12%	0.9	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
2238 HK Equity	广汽集团	13,585	5.1	(34%)	44%	15%	15%	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
平均								0.9	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	125,503	370.3	(37%)	89%	50%	33%	2.9	2.2	1.8	7.0	5.3	4.1
051910 KS Equity	LG化学	37,900	719,000.0	17%	(36%)	22%	35%	1.0	0.8	0.7	1.8	1.6	1.5
6752 JP Equity	松下	22,613	1,279.0	1%	54%	(0%)	16%	0.4	0.4	0.4	1.1	0.9	0.8
002074 CH Equity	国轩高科	7,684	31.1	(39%)	26%	232%	47%	2.3	1.4	1.1	2.6	2.5	2.4
平均								1.6	1.2	1.0	3.1	2.6	2.2
软件公司													
MSFT US Equity	微软	1,802,193	241.8	(28%)	22%	1%	17%	9.1	8.4	7.5	10.1	8.2	6.2
ORCL US Equity	甲骨文	219,441	81.4	(7%)	6%	4%	13%	5.2	4.4	4.1	N/A	N/A	25.2
SAP US Equity	SAP	132,678	108.0	(22%)	(29%)	15%	9%	4.1	3.8	3.7	N/A	N/A	N/A
688111 CH Equity	金山办公	16,236	253.7	(4%)	4%	39%	34%	29.4	22.3	16.9	13.5	11.6	9.8
600588 CH Equity	用友	10,734	22.5	(37%)	(45%)	65%	49%	7.5	6.1	5.0	7.7	7.6	7.1
268 HK Equity	金蝶	5,433	12.2	(49%)	46%	(43%)	(119%)	8.1	6.5	5.2	5.5	5.7	5.6
平均								10.6	8.6	7.1	9.2	8.3	10.8
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	41,189	30.4	(25%)	72%	10%	6%	2.9	2.6	2.5	2.9	2.5	2.2
ON US Equity	安森美	30,252	70.0	3%	86%	(14%)	10%	3.6	3.8	3.6	4.9	3.8	3.0
688396 CH Equity	华润微电子	9,413	51.4	(20%)	13%	9%	18%	6.7	5.7	4.8	3.6	3.1	2.8
600745 CH Equity	闻泰科技	9,214	53.3	(59%)	(7%)	37%	26%	1.2	0.9	0.8	1.9	1.7	1.5
603290 CH Equity	斯达半导	7,914	334.0	(12%)	105%	36%	36%	20.7	14.0	10.0	10.3	8.9	7.5
平均								7.0	5.4	4.3	4.7	4.0	3.4
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	2,294,269	144.2	(19%)	9%	2%	8%	5.8	5.6	5.3	41.3	37.5	30.4
GOOG US Equity	谷歌	1,244,481	96.3	(33%)	(12%)	14%	17%	5.3	4.9	4.3	4.8	4.2	3.8
AMZN US Equity	亚马逊	958,445	94.0	(44%)	(62%)	141%	50%	1.9	1.7	1.5	6.5	5.3	4.0
META US Equity	Meta	288,435	108.8	(68%)	(32%)	(7%)	30%	2.5	2.4	2.1	2.3	1.9	1.6
NFLX US Equity	奈飞	125,126	281.2	(53%)	(4%)	4%	21%	4.0	3.7	3.3	6.1	5.1	4.3
平均								3.9	3.6	3.3	12.2	10.8	8.8
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	330,966	270.0	(39%)	(9%)	19%	17%	4.5	4.1	3.6	2.8	2.5	2.2
9988 HK Equity	阿里巴巴	195,642	72.2	(39%)	(28%)	12%	15%	1.8	1.7	1.6	1.7	1.9	1.9
3690 HK Equity	美团	110,378	139.4	(38%)	(109%)	638%	130%	4.1	3.2	2.6	7.1	6.7	5.7
1810 HK Equity	小米	29,749	9.3	(51%)	(57%)	40%	24%	0.8	0.7	0.7	1.6	1.5	1.3
002230 CH Equity	科大讯飞	10,128	31.4	(40%)	3%	41%	33%	3.2	2.5	2.0	4.1	3.6	3.2
平均								2.9	2.4	2.1	3.5	3.2	2.9

注: E = Bloomberg 一致预测, 股价截至 2022 年 11 月 28 日

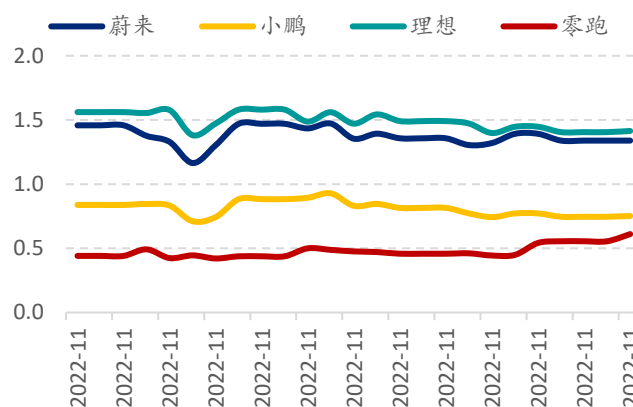
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 23: 零跑汽车市销率: 当前 0.57x vs 历史均值 0.47x vs 历史均值以上 1 个标准差 0.52x



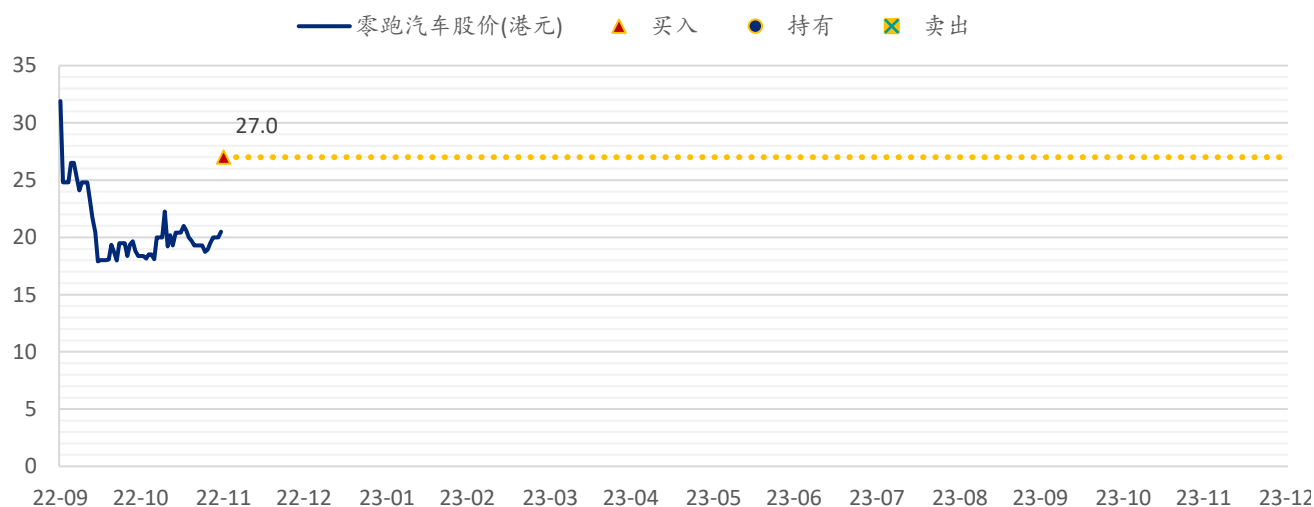
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 24: 零跑 vs 蔚小理市销率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: 浦银国际目标价: 零跑汽车 (9863.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 26：浦银国际科技行业覆盖公司

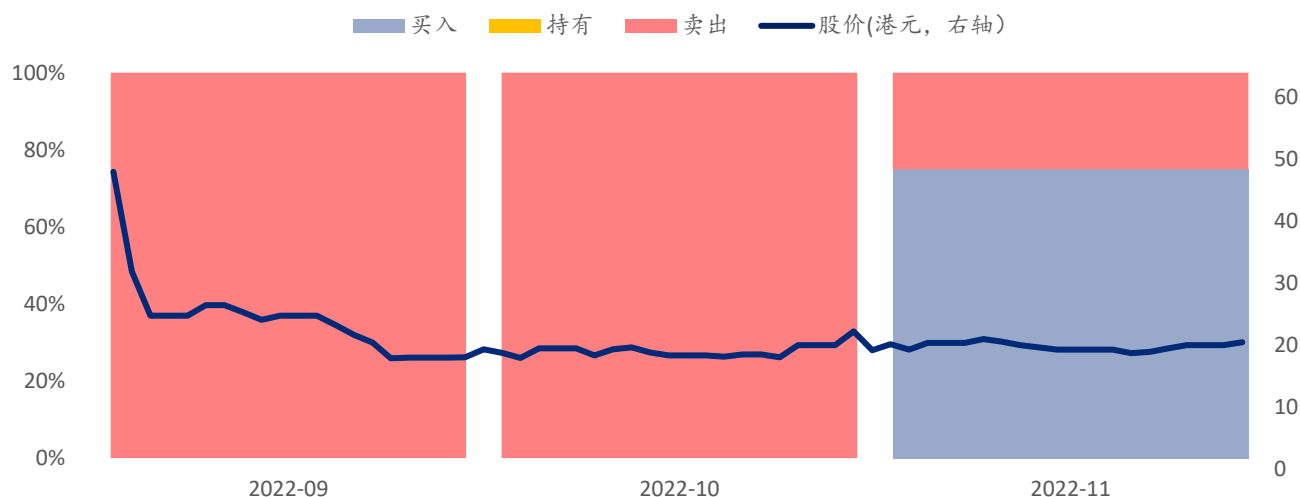
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	9.3	买入	13.5	2022/5/27	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	74.0	买入	107.4	2022/5/27	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	23.4	买入	19.2	2022/5/27	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	53.3	买入	79.2	2022/5/27	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	30.7	买入	41.3	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	10.2	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	17.0	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	84.0	买入	156.7	2022/5/27	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.8	买入	6.4	2022/5/27	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	79.0	买入	192.8	2022/5/27	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	10.2	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	79.4	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.1	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	27.5	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	16.8	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	63.5	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	20.5	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	182.9	持有	266.8	2022/5/30	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	172.8	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	245.1	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.6	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	40.1	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	26.0	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注：港股、A 股截至 2022 年 11 月 28 日收盘价；美股为截至 2022 年 11 月 25 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

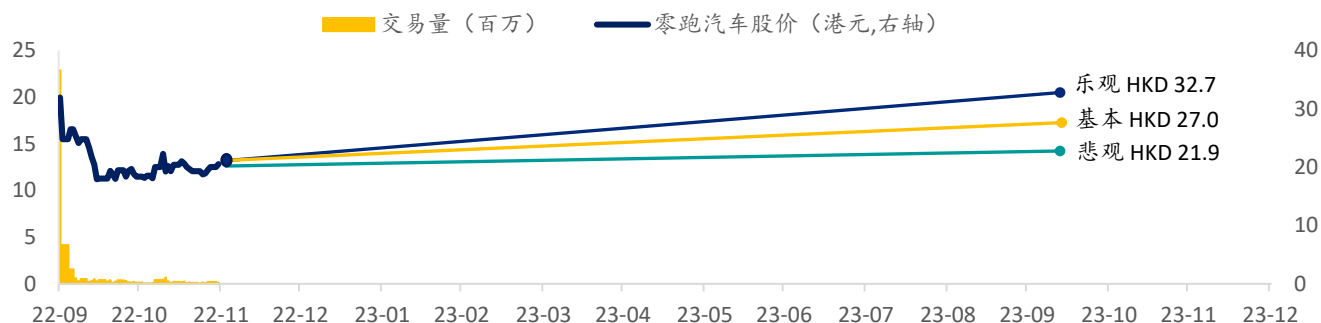
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 27：零跑汽车（9863.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：零跑汽车（9863.HK）情景假设



乐观情景（25%）

目标价：32.7 港元

- 零跑的 C 系列的增程版销量优于预期，推动零跑汽车销量上行；
- 零跑汽车组合向高价格段倾斜，推动汽车平均售价提升，带来收入增长高于基本情景假设；
- 随着规模效应带来成本下降，零跑毛利率改善比较明显，超过 2023 年 2% 毛利率的基本假设。

悲观情景（10%）

目标价：21.9 港元

- 受到行业需求疲软，增程版销量提升侵蚀纯电销量，零跑汽车总销量增长低于预期；
- 竞争加剧，带来汽车价格下行；
- 市场竞争加剧，毛利率改善不明显，显著低于 2023 年基本假设的 2%。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼