



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.61
总股本/流通股本(亿股)	45.21 / 45.21
总市值/流通市值(亿元)	344 / 344
52周内最高/最低价	8.86 / 2.76
资产负债率(%)	45.1%
市盈率	761.00
重庆满江红私募股权投资	
第一大股东	投资基金合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师: 虞洁攀
SAC 登记编号: S1340523050002
Email: yujiapan@cnpsec.com

力帆科技(601777)

涅槃重生、科技赋能，开启 AI 智驾新篇章

● 投资要点

涅槃新生，力帆科技迎来发展重要新机。力帆科技，扎根重庆，创立于1992年，2010年上市。公司以摩托车和燃油乘用车业务起家，期间新能源转型几经波折，起起落落。由于行业波动和公司经营困境，2020年公司启动破产重组。2021年起，公司陆续引入新股东和管理层，公司发展迎来新机。

吉利成为公司第一大股东，印奇（旷视科技创始人）成为公司二股东并担任董事长，开启科技型汽车公司新征程。2021年，重庆政府主导下引入重庆两江新区、吉利及社会资本入局，启动破产重整。2022年，吉利入股公司并共同成立睿蓝汽车，接入吉利旗下曹操出行的B端定制车业务。2024年，旷视科技创始人印奇入股公司，并担任公司董事长，有望深度赋能力帆科技产品智能化。公司更名为千里科技，以新的面貌开启科技型汽车公司新征程。

政策支持、科技平权，智能驾驶有望在未来五年实现巨大突破。2024年1-10月新能源乘用车L2级及以上的辅助驾驶功能装车率达到67.1%，相比2023年同比增加20.2pcts。2023年11月，工信部等五部门发文，开始L3、L4级别智能车的准入和通行试点，2024年又陆续开启了20个城市作为智能网联汽车的试点。政策端持续发力，加速L3及以上等级智驾落地。2024年被视为城市NOA登陆主流车型的元年，在15-20万的价格区间里，2024年多款搭载城市NOA功能的重磅新车面市，比如小鹏Mona M03、小鹏P7+、深蓝L07、广汽埃安RT等。2025年2月10日，比亚迪宣布“天神之眼”智驾系统将覆盖全系车型，从售价百万的仰望U8到6.98万元的海鸥智驾版，均实现高速NOA功能标配，有望进一步加速智驾渗透率，实现智能驾驶的价格下探至10万以下车型。我们认为智驾迈入“全民智驾时代”，价格下探、科技平权、加速渗透，看好未来五年的黄金窗口期。

公司有望借助吉利的平台和印奇团队的算法技术在智驾赛道突出重围。视觉算法是印奇此前创立的旷视科技的技术基石。旷视在算法方面拥有业内知名的两套BEV视觉算法模型——BEVDepth和PETR，长期霸榜自动驾驶权威技术榜单。旷视科技曾在2023年发布了三种配置的量产L2+智驾方案，具有“低算力、高性能”的成本优势，较同行成本下降20%-30%。公司有望以重庆为重点区域开始，积极推进AI+车的技术创新落地。2024年7月24日，重庆两江新区与吉利汽车集团、旷视科技签署战略合作协议，三方将依托重庆制造业基础和产业优势，结合旷视科技在人工智能领域关键核心技术，以及吉利汽车整车研发、制造优势，共同建设AI智行开放平台，构建“AI+车+机器人”产业创新发展模式，打造新质生产力标杆项目。

吉利旗下的曹操出行是公司重要合作伙伴，曹操出行对于定制车

采购需求增长，并有意在 2026 年前推出 Robotaxi 车型。曹操出行是吉利集团孵化的网约车平台，2021 年-2023 年位居中国网约车平台份额前三名。曹操出行自 2022 年开始部署定制车。2023 年，定制车履行的订单占曹操出行 GTV 的 20.1%。目前曹操运营的两款定制车辆枫叶 80V 及曹操 60 均由力帆科技合作生产。定制车的整体用车成本相较于典型纯电动汽车可以减少 30-40%，出于经济性和管理规模性的考虑，曹操有意加大定制车采购，计划最终向所有附属司机提供定制车并向运力合作伙伴销售更多定制车。此外，曹操出行还规划在 2026 年前推出完全定制化 Robotaxi 车型。

盈利预测与评级：我们看好公司科技赋能后的发展新篇章，我们预计 2024-2026 年公司有望实现营收 86.59、120.60、151.53 亿元，同比增长 27.94%、39.27%、25.64%；分别实现归母净利润 0.53、1.05、4.53 亿元，同比增长 117.21%、99.85%、331.26%。首次覆盖，给予“买入”评级

● **风险提示：**

行业竞争加剧风险。技术变革风险。多方合作和管理整合的风险。政策变化风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6768	8659	12060	15153
增长率(%)	-21.79	27.94	39.27	25.64
EBITDA（百万元）	-406.11	281.34	420.09	1023.59
归属母公司净利润（百万元）	24.21	52.59	105.11	453.29
增长率(%)	-84.35	117.21	99.85	331.26
EPS（元/股）	0.01	0.01	0.02	0.10
市盈率（P/E）	1421.00	654.20	327.34	75.90
市净率（P/B）	3.30	3.33	3.30	3.16
EV/EBITDA	-37.55	125.16	83.03	33.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	力帆科技：老牌摩托车企业，全面发力 AI+车	6
1.1	公司发展历程：几经波折，重组再出发	6
1.2	公司现有业务基本盘：摩托车+乘用车+通用机械	8
2	涅槃重生，左手吉利、右手旷视，开启科技型汽车公司新征程	12
2.1	股权层面：吉利产投、旷视科技创始人印奇分别成为公司第一、二股东	12
2.2	管理层面：积极引入吉利、旷视、曹操出行多方人才，印奇担任公司董事长	14
2.3	公司面貌：更名为千里科技，开启科技型汽车公司新征程	14
3	科技赋能，拥抱 AI 智驾大时代	15
3.1	政策支持、科技平权，智能驾驶有望在未来五年实现巨大突破	15
3.2	公司有望借助吉利的硬件和旷视的算法在智驾赛道突出重围	17
3.3	公司深度合作的曹操出行对于定制车采购需求增长，并有意在 2026 年前推出 Robotaxi 车型	20
4	盈利预测	24
5	风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司营收 (亿元) 及同比增速.....	7
图表 3: 公司归母净利 (亿元) 及同比增速.....	7
图表 4: 公司历年利润率.....	7
图表 5: 公司历年期间费用率.....	7
图表 6: 公司在手货币资金较充裕.....	8
图表 7: 2024 年公司经营现金流净额改善.....	8
图表 8: 公司营收结构.....	8
图表 9: 公司乘用车主要在销车型.....	9
图表 10: 公司乘用车业务历年营收 (亿元).....	9
图表 11: 公司乘用车业务历年毛利率.....	9
图表 12: 公司乘用车销量 (单位: 辆).....	10
图表 13: 公司摩托车产品示例.....	10
图表 14: 公司摩托车业务历年营收 (亿元).....	11
图表 15: 公司摩托车业务历年毛利率.....	11
图表 16: 公司通用机械产品示例.....	11
图表 17: 公司通用机械业务历年营收 (亿元).....	12
图表 18: 公司通用机械业务历年毛利率.....	12
图表 19: 公司股权结构 (截至 2024 年三季报).....	12
图表 20: 公司控股股东发生有限合伙人份额转让变动.....	13
图表 21: 公司二股东江河汇发生股权变动.....	13
图表 22: 公司新任命的高管情况.....	14
图表 23: 公司变更公司名称、证券简称.....	15
图表 24: 智能驾驶发展路径.....	15
图表 25: 国内乘用车辅助驾驶装车情况.....	16
图表 26: 近几年国家关于智能驾驶的主要政策.....	16
图表 27: 城市 NOA 在不同价格带国内乘用车的渗透率.....	17
图表 28: 比亚迪开启全民智驾.....	17
图表 29: 旷视科技基于 Brain++ 平台的 AIoT 解决方案.....	17
图表 30: 旷视科技具有软硬件一体的解决方案供货能力.....	17
图表 31: 旷视科技三位联合创始人.....	18
图表 32: 旷视科技 2023 年发布的三种 L2+ 智驾方案.....	18
图表 33: 旷视科技智驾的发力点.....	18
图表 34: PTER 模型.....	19
图表 35: 吉利旗下主要在售车型智驾分配及配置.....	20

图表 36: 吉利旗下品牌智驾硬件方案和供应商	20
图表 37: 重庆和吉利、旷视战略合作	20
图表 38: 曹操出行是国内市占率第三的共享出行平台	21
图表 39: 国内共享出行市场规模有望保持较高增长	21
图表 40: 曹操出行毛利率提升	21
图表 41: 曹操出行定制车比例有望逐步提升	21
图表 42: 曹操出行现有 2 款定制车均由力帆科技生产	22
图表 43: 曹操出行和睿蓝汽车达成战略合作	22
图表 44: 曹操出行联手吉利生态加大定制车采购	22
图表 45: 中国 Robotaxi 商业化阶段与“五要素”成熟度现状	23
图表 46: Robotaxi 技术落地路线图与关键里程碑	23
图表 47: Robotaxi 市场规模 (单位: 亿美金)	23
图表 48: 公司盈利预测	24

1 力帆科技：老牌摩托车企业，全面发力 AI+车

1.1 公司发展历程：几经波折，重组再出发

力帆科技（集团）股份有限公司，创立于1992年，现已发展为以新能源产业为战略发展方向，集汽车、摩托车和通机的研发、生产、销售为一体的大型企业。公司于2010年在上海证券交易所成功上市，股票代码为601777。

公司的发展历程可以分成以下四个阶段：

➤ 1992-2014年：摩托车与燃油乘用车驱动成长

1992年，公司成立，以摩托车业务起家；2003年-2005年，公司获得商用车、乘用车两张生产资质；2010年，公司在上交所上市，开始布局新能源高速车。

➤ 2015-2021年：新能源转型几经波折，起起落落，重组再出发

2015年，公司开启新能源 iBlue1.0 战略，入股恒宇新能布局三元电池，收购无线绿洲布局车联网与 BMS，建成重庆首座新能源充换电站，新能源车正式交付旗下“盼达用车”分时租赁平台。而后公司汽车业务发展不佳，叠加遭遇新能源早期的行业寒冬，公司先后出售乘用车基地、设备与力帆汽车的汽车生产资质，以应对债务危机。2020年，公司资不抵债、破产重整。2021年，重庆政府主导下引入重庆两江新区、吉利及社会资本入局，启动破产重整。公司新建董事会、更名力帆科技。

➤ 2022年-2024年：吉利入股，重启新能源车业务

2022年，吉利入股公司并共同成立睿蓝汽车，睿蓝成为吉利旗下唯一生产换电汽车的上市公司，接入吉利旗下曹操出行的B端定制车业务。

➤ 2024年至今：旷视科技创始人印奇入股，科技赋能，开启AI智驾时代

2024年7月，旷视创始人印奇入股公司，并担任公司董事长，有望深度赋能力帆科技产品智能化。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

2022年随着和吉利的合作开启，公司营收迈上了新的台阶。2020年至2024年前三季度，公司营收分别约为36、40、87、68、48亿元，同比分别-51%、+9%、+118%、-22%、+11%；公

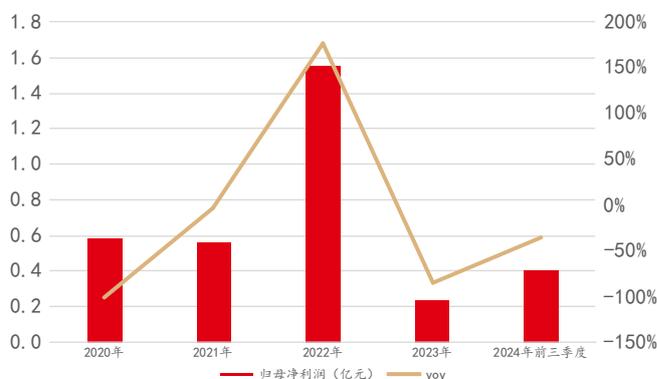
司归母净利润分别为 0.58、0.56、1.55、0.24、0.40 亿元，同比分别+101%、-4%、+178%、-84%、-35%。

图表2：公司营收（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

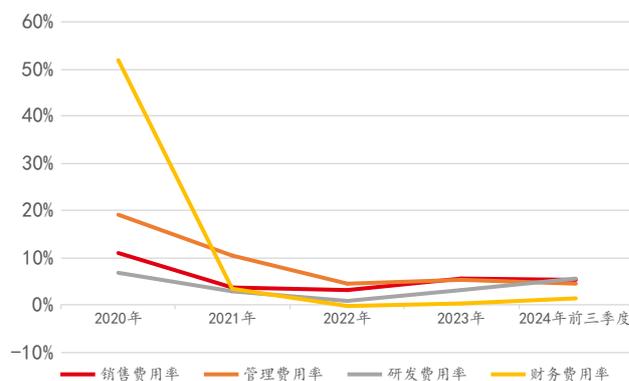
毛利率持续提升，期间费用稳健控制，研发加大投入。2024 年公司盈利能力有所提升，由 2023 年 5.95% 提升至 2024 年三季报的 9.16%，2024 年三季报销售净利率为 -3.43% 与 2023 年净利率 -3.87% 相比，略有改善。费用率方面，公司 2024 年三季报销售费用率与 2023 年基本持平，为 5.41%；管理费用率略有下降，24 年三季度管理费用率为 4.55%，相比 2023 年下降 1pcts；研发费用率持续增加，由 2023 年的 3.17% 增长到 2024 年第三季度的 5.63%；财务费用率 2024 年三季度为 1.46%。

图表4：公司历年利润率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

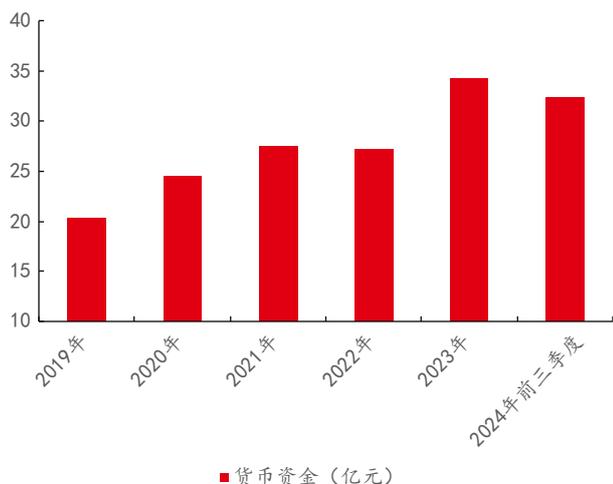
图表5：公司历年期间费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

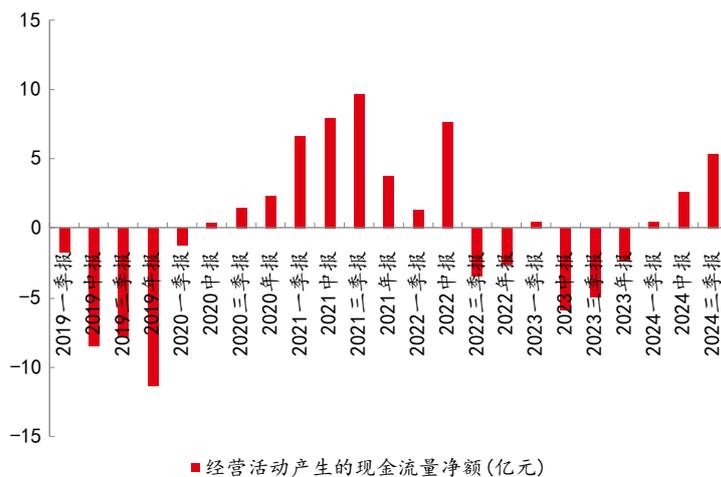
公司在手现金较为充裕，经营性现金流净额迎来改善。2024 年三季报数据，公司货币资金 32 亿元，在手现金较为充裕。从经营性现金流的情况来看，2024 年各季度公司现金流也持续改善向好。

图表6：公司在手货币资金较充裕



资料来源：iFind，中邮证券研究所

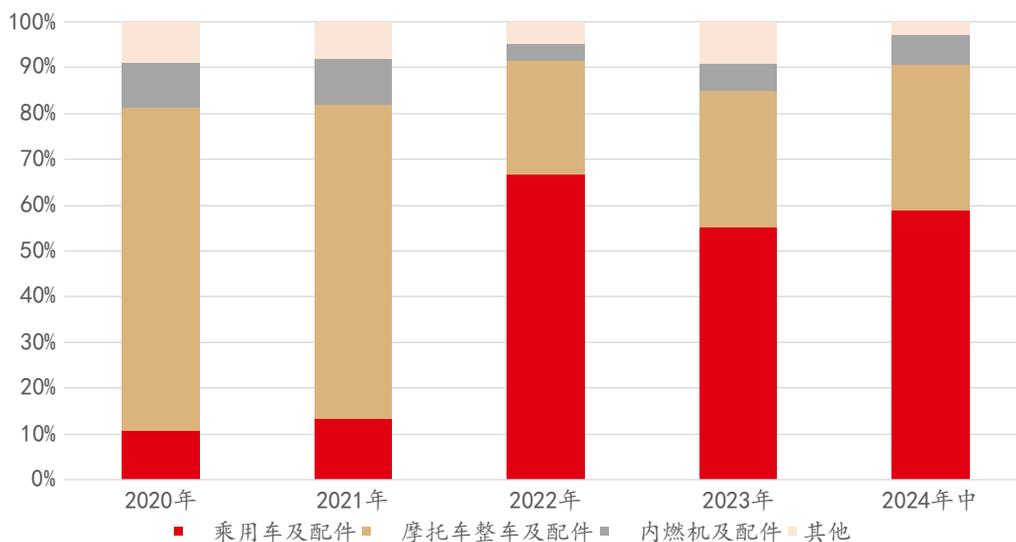
图表7：2024年公司经营现金流净额改善



资料来源：iFind，中邮证券研究所

吉利入股后，公司乘用车业务快速起量，成为公司最大营收来源。2022年，公司和吉利设立合资公司睿蓝，大力布局整车业务，整车业务板块开始成为公司最大营收来源。据2024年中报，公司营收结构中乘用车业务约占60%、摩托车业务约占30%、内燃机及配件业务约占7%。

图表8：公司营收结构



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 公司现有业务基本盘：摩托车+乘用车+通用机械

1.2.1 乘用车业务

公司在乘用车业务板块重点布局新能源车和换电车型。公司锚定充换一体赛道，致力于打造全球低碳出行新生态，在B端营运市场与C端消费者市场同步发力，聚焦换电业务的推广

与落地。公司在新能源乘用车领域已经成功构建了全面的研、产、销、服一体化全价值链体系，实现了从研发创新到生产制造，再到市场销售及售后服务的全方位覆盖与协同。

和吉利合资成立睿蓝汽车，主要发力 B 端市场。2020 年公司重组，吉利入驻，定位发展新能源车，停掉了老力帆原有的几款车型。2022 年初力帆与吉利汽车合资设立新公司，定名为睿蓝汽车，力帆持股睿蓝 55%。公司乘用车主要分三大块，一是 3 款面向 B 端的低端运营车，瞄准网约车市场，曹操 60、枫叶 60S，以及定位城际客运市场的枫叶 80VL，二是 2 款 toC 中低端车，睿蓝 7 以及 B 级大 7 座 SUV 睿蓝 9，三是面向出口的 3 款燃油车：X3 Pro、X6 Pro、S6 Pro。

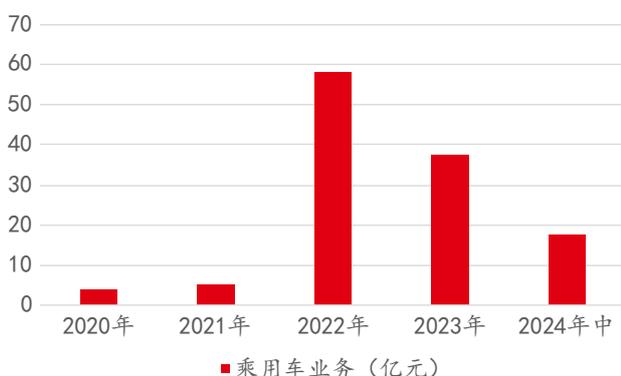
图表9：公司乘用车主要在销车型



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

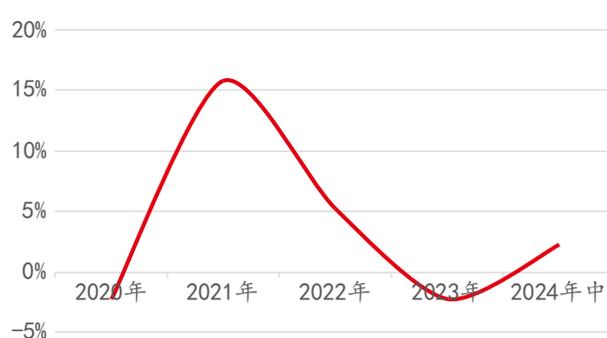
乘用车业务毛利率在 24H1 扭亏。2020-2023 年，公司乘用车业务营收 4、5、58、37 亿元，毛利率分别-2%、16%、5%、-2%。2024 年上半年，乘用车业务营收 17.6 亿元，毛利率 2.3%。2024 年，曹操出行加大对公司定制车型的采购，截至 24H1 公司乘用车及配件板块毛利率扭亏。

图表10：公司乘用车业务历年营收（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

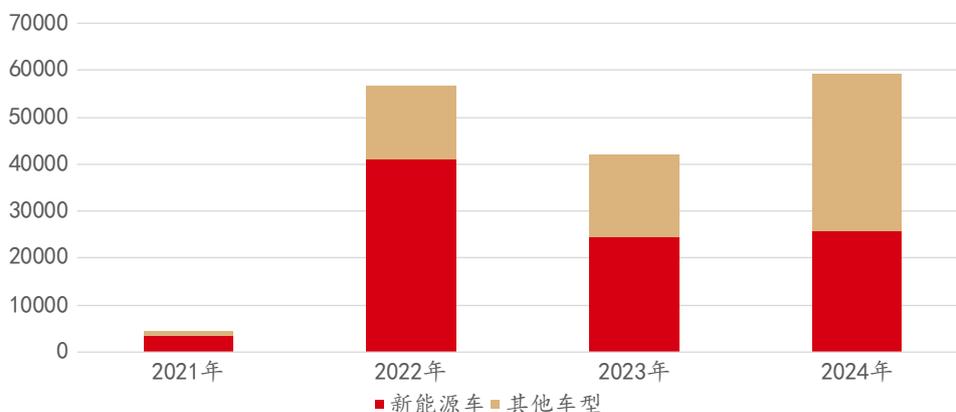
图表11：公司乘用车业务历年毛利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司乘用车销量从 2022 年开始起量，目前年销量在 5 万上下。2021-2024 年，公司乘用车销量分别为 4456、56771、42308、59094 辆。其中 2024 年，新能源车销量 25842 辆，其他车型销量 33252 辆。

图表12：公司乘用车销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2.2 摩托车业务

摩托车是公司起家业务，产品布局丰富。公司现已形成完整的摩托车和发动机全流程研发体系，具备造型自主设计、整车平台、动力系统、三电系统、智能网联等设计、研发能力，以自主研发的“力帆”为主导品牌，拥有“助力车、弯梁车、骑士车、太子车、越野车、沙滩车、大排量车”等诸多款式。公司瞄准通勤日常及大排量航旅赛道，抓牢国内及海外两个市场，抓取多样化客户群体。

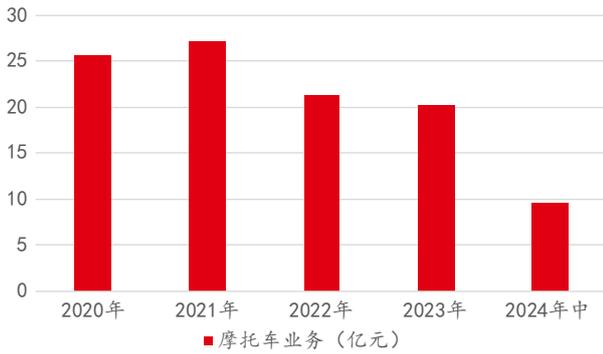
图表13：公司摩托车产品示例



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

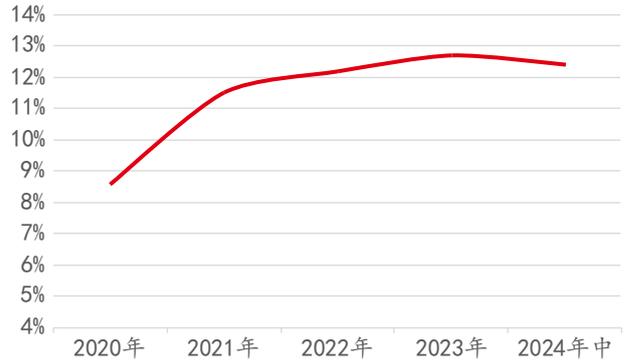
摩托车业务毛利率稳中有升，贡献稳健利润。2020-2023 年，公司摩托车业务营收 26、27、21、20 亿元，毛利率分别 9%、12%、12%、13%，毛利率稳中有升。2024 年上半年，摩托车业务营收 9.5 亿元，毛利率 12.4%。

图表14: 公司摩托车业务历年营收 (亿元)



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表15: 公司摩托车业务历年毛利率



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

1.2.3 通用机械业务

公司通用机械业务主要由公司全资子公司重庆力帆内燃机有限公司开展, 经营业务涵盖动力、发电机组、户外电源、电焊机组、水泵、微耕机、高压清洗机、草坪机、园林机械、建筑机械等。

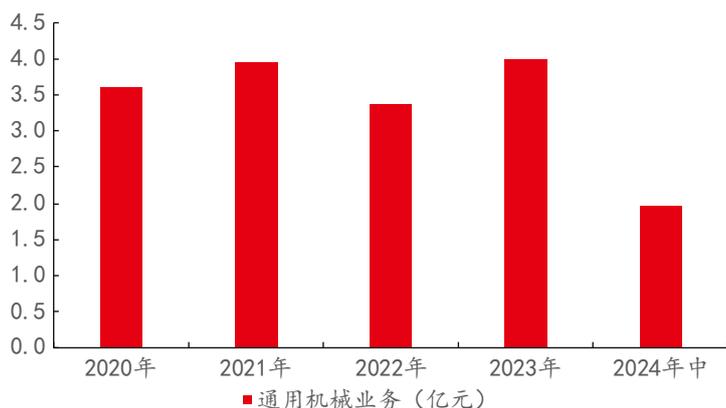
图表16: 公司通用机械产品示例



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

通用机械业务同样也是毛利率稳中有升, 贡献稳健利润。2020-2023年, 公司每年通用机械业务营收稳定在3-4亿元, 毛利率分别12%、8%、19%、19%。2024年上半年, 通用机械业务营收1.98亿元, 毛利率20.5%。

图表17：公司通用机械业务历年营收（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表18：公司通用机械业务历年毛利率



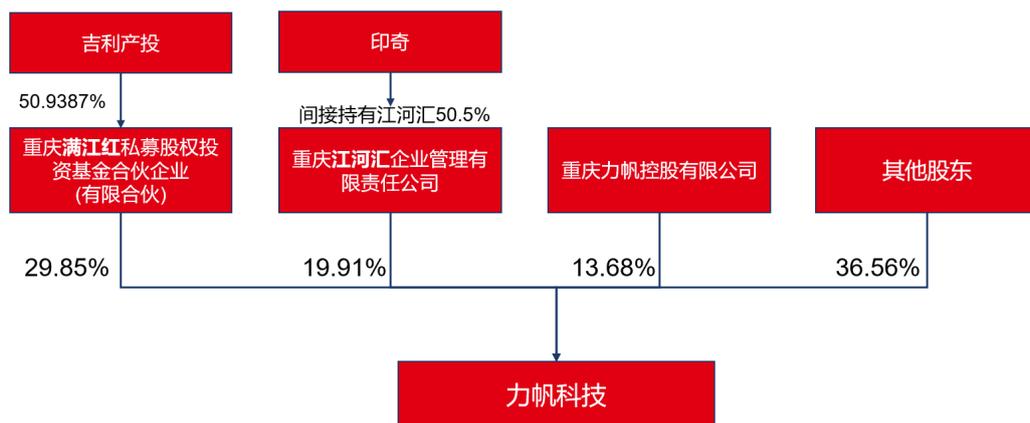
资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 涅槃重生，左手吉利、右手旷视，开启科技型汽车公司新征程

2.1 股权层面：吉利产投、旷视科技创始人印奇分别成为公司第一、二股东

在经历一系列破产重组和股权变更后，吉利成为公司第一大股东，旷视科技创始人印奇成为公司第二大股东。2020年8月，力帆集团正式宣布破产重整，随后在企业、地方政府和相关方的共同努力之下，先后引入了吉利作为产业投资者，注入资金并导入了产品。2024年又进一步引入了旷视创始人印奇入股并担任董事长。截至2024年三季报，公司控股股东为满江红基金、二股东为江河汇，两大股东的股权在2024年发生了变动（具体见下文）。本轮交割完成后，公司实控人为吉利集团，印奇先生（旷视科技的创始人）成为二股东。

图表19：公司股权结构（截至2024年三季报）



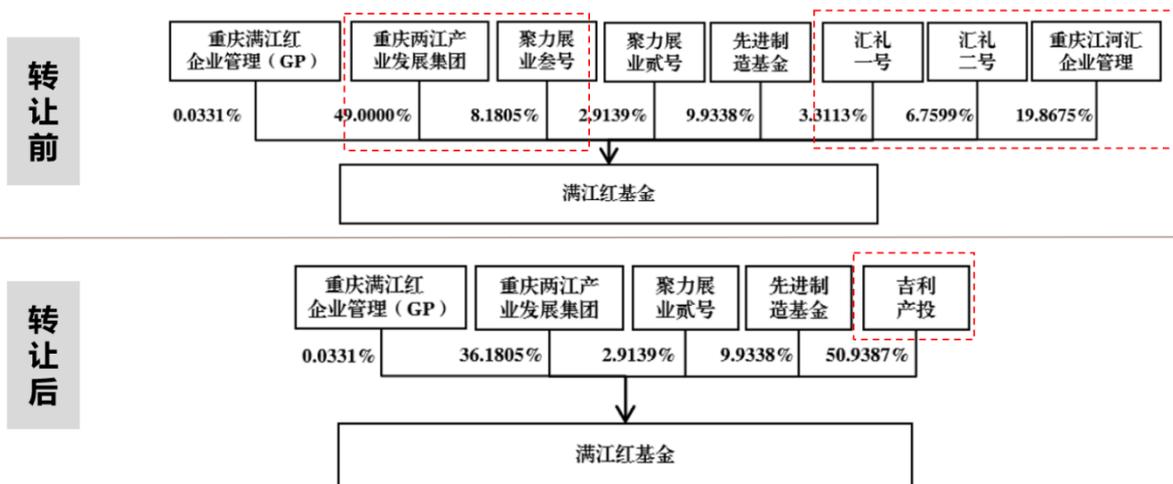
资料来源：公司公告，iFind，中邮证券研究所

公司控股股东满江红基金股权变化过程：2024年7月3日，公司发布公告，公司控股股东满江红基金发生有限合伙人份额转让变动：（1）汇礼一号、汇礼二号、重庆江河汇向吉利产投转让其持有的满江红基金合计29.9387%份额，转让价格合计11.4827亿元；（2）重庆两江

产业发展集团、聚力展业三号分别向吉利产投转让其持有的满江红基金 12.8195%、8.1805% 份额，转让价格合计 8.054626 亿元。

份额转让后，满江红基金持有公司的股份数量和持股比例均未发生变化，公司控股股东和实际控制人不变。吉利产投成为公司控股股东满江红的最大股权持有者。

图表20：公司控股股东发生有限合伙份额转让变动

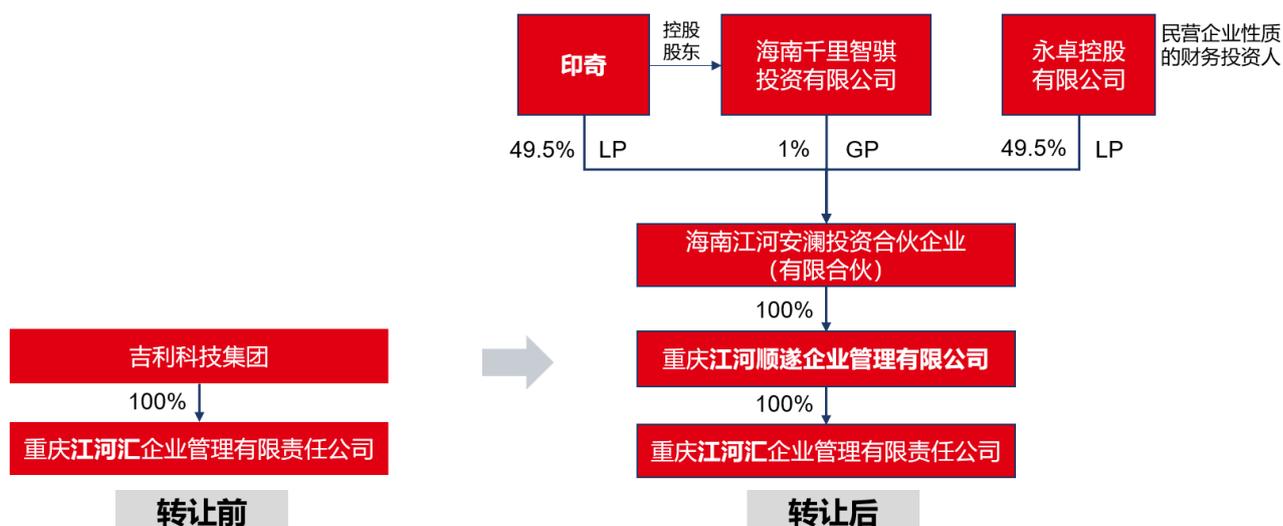


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司二股东江河汇发生股权变动过程：2024 年 7 月 3 日，公司发布公告：公司二号股东重庆江河汇企业管理有限责任公司的控股股东吉利科技集团，向江河顺遂转让其持有的江河汇 100% 股权，转让价款合计为 24.3 亿元。转让完成后，印奇间接持有江河汇 50.5% 的股权。

本次股权转让后，江河顺遂持有江河汇 100% 股权，通过江河汇间接持有公司总股本的 19.91%；吉利科技集团不再通过江河汇间接持有公司股份。

图表21：公司二股东江河汇发生股权变动



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 管理层面：积极引入吉利、旷视、曹操出行多方人才，印奇担任公司董事长

管理层面变动，积极引入高管人才：旷视科技创始人印奇先生担任公司董事长，吉利集团出身的黄强先生担任公司副总裁兼任CFO，曹操出行创始人在公司担任董事。2024年11月12日，力帆科技公告，选举印奇先生为公司第六届董事会董事长，并补选印奇为董事会战略委员会委员（召集人）、薪酬与考核委员会委员。至此，印奇已通过一系列股权变动后间接持股成为了公司第二大股东，同时选举担任成为公司董事长。2024年11月28日，公司公告，变更公司副总裁兼财务负责人，由黄强先生担任，黄强先生此前任职经历主要在吉利汽车。2024年1月，公司公告，提名刘金良先生担任公司董事。刘金良先生在吉利任职多年，而后又创立曹操出行，是曹操出行的前董事长。

图表22：公司新任命的高管情况

职务	名字	简介
董事长	印奇	1988年生，清华大学计算机科学实验班（“姚班”）计算机科学学士学位，哥伦比亚大学计算机科学（智能传感）硕士学位。2011年创立中国人工智能公司北京旷视科技有限公司，担任力帆科技（集团）股份有限公司执行董事、董事会主席、首席执行官。第28届中国青年五四奖章获得者，曾连续三年入选《财富》“中国40位40岁以下的商界精英”，福布斯亚洲30U30青年领袖，并位列企业科技领域榜榜首。入选国家新一代人工智能治理专业委员会，现任全国工商联执委以及北京市工商联兼职副主席、北京市政协委员。
副总裁&CFO	黄强	1982年生，曾任浙江吉利控股集团有限公司投资与资本运营部资本运营室经理；吉利汽车集团有限公司乌拉圭子公司、俄罗斯子公司财务经理，晋中生产基地财务部部长，财务管理中心总监兼财务共享中心部长；吉利百矿集团有限公司副总裁兼CFO。
董事	刘金良	1966年生，自1995年加入吉利集团以来，在多个关键岗位上积累了丰富的经验，被誉为李书福麾下的“四大金刚”之一。2015年4月，在李书福的直接授意下，刘金良带领三名员工启动了曹操出行项目。曾任吉利集团副总裁兼浙江吉利控股集团汽车销售有限公司总经理，曹操出行董事长；现任易易互联科技有限公司CEO，蔚星科技有限公司董事长，杭州朗歌科技有限公司董事长，重庆幸福千万家科技有限公司董事长，曹操出行董事，力帆科技（集团）股份有限公司董事

资料来源：公司公告，百度百科，iFind，中邮证券研究所

2.3 公司面貌：更名为千里科技，开启科技型汽车公司新征程

公司名称、证券简称计划更名，凸显公司汽车业务发展新面貌。2025年1月28日，公司公告：公司破产重整结束后，汽车业务逐步恢复，整体经营平稳发展，为改善公司品牌形象，拟将公司名称由“力帆科技（集团）股份有限公司”变更为“重庆千里科技股份有限公司”，将公司证券简称由“力帆科技”变更为“千里科技”，证券代码“601777”保持不变。公司改名后，原力帆科技的品牌保持不变，后续的科技型产品（智驾车、智能驾驶软硬件产品等）有望采用新的品牌名“千里”。

图表23：公司变更公司名称、证券简称

	改名前	改名后
公司名	力帆科技（集团）股份有限公司	重庆千里科技股份有限公司
证券简称	力帆科技	千里科技

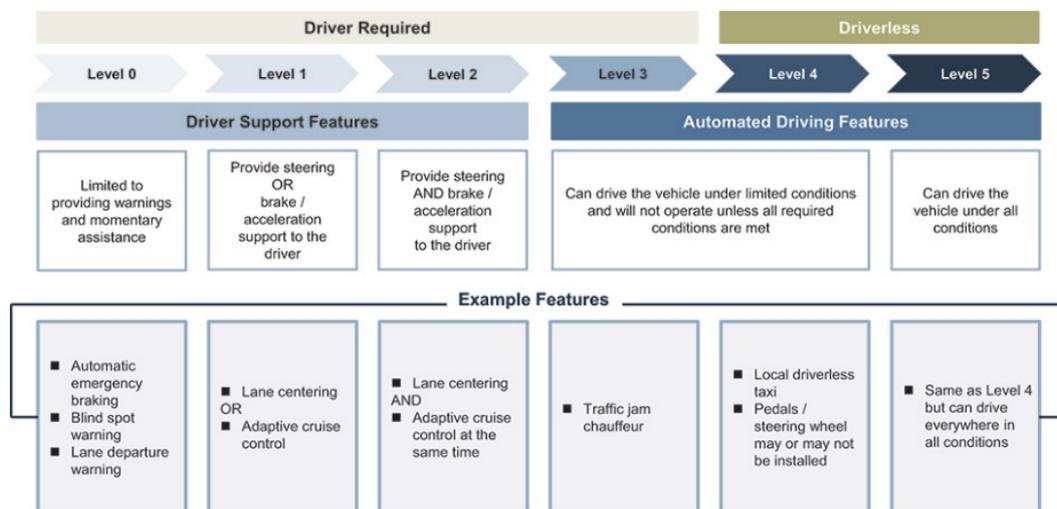
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 科技赋能，拥抱 AI 智驾大时代

3.1 政策支持、科技平权，智能驾驶有望在未来五年实现巨大突破

L3 是驾驶等级分类的分水岭。国际自动机工程师学会（SAE-International）制定的 SAE J3016 是国际上影响最大、应用最广泛的分级标准，提出了 0-5 级分类法。SAE J3016 标准提出了 0-5 级分类法，将汽车驾驶自动化分为从无驾驶自动化（0 级）直至完全驾驶自动化（5 级）在内的 6 个等级。中国的驾驶自动化分级标准在 SAEJ 3016 基础上进行编制，于 2022 年 3 月起实施。L3 是驾驶等级分类的分水岭，3-5 级为自动驾驶，系统在设计运行条件下代替人类执行动态驾驶任务，当功能激活时，驾驶主体是系统，属于高级别的驾驶自动化功能。

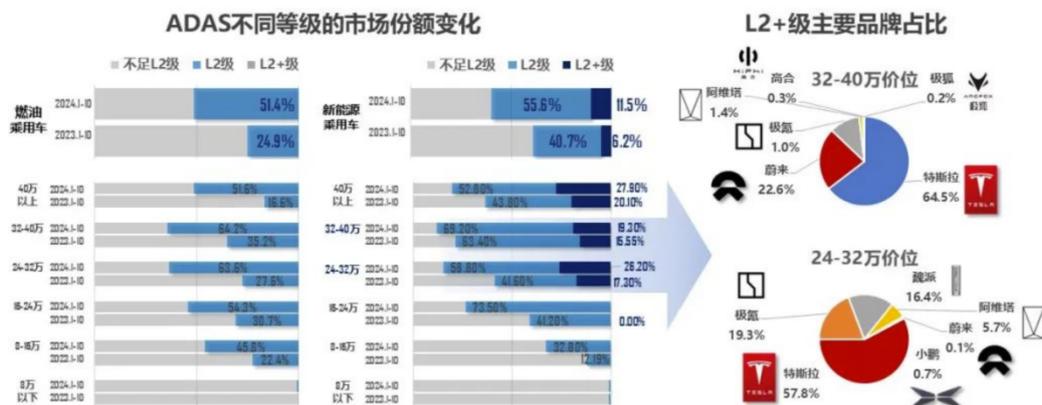
图表24：智能驾驶发展路径



资料来源：小马智行招股书，中邮证券研究所

目前国内新能源乘用车 L2 及 L2+ 的搭载率已经达到 67%。2024 年 1-10 月新能源乘用车 L2 级及以上的辅助驾驶功能装车率达到 67.1%，相比 2023 年同比增加 20.2pcts。其中，中端车型（18-40 万元）装车率好于高端和低端车型。受制于成本等因素，低端车型搭载率仍较低。和燃油车相比，新能源乘用车的辅助驾驶搭载情况更好。

图表25：国内乘用车辅助驾驶装车情况



资料来源：乘联分会，科瑞咨询，中邮证券研究所

政策端持续发力，加速L3及以上等级智驾落地。2020年发布的《智能网联汽车技术路线图2.0》提到，到2025年L2和L3在新车销量的占比要达到50%（目前来看已经完成）；2030年L2和L3在新车销量的占比要超过70%，L4占比达20%。2023年11月，工信部等五部门发文，开始L3、L4级别智能车的准入和通行试点。2024年又陆续开启了L3级别车企和20个城市作为智能网联汽车的试点。

图表26：近几年国家关于智能驾驶的主要政策

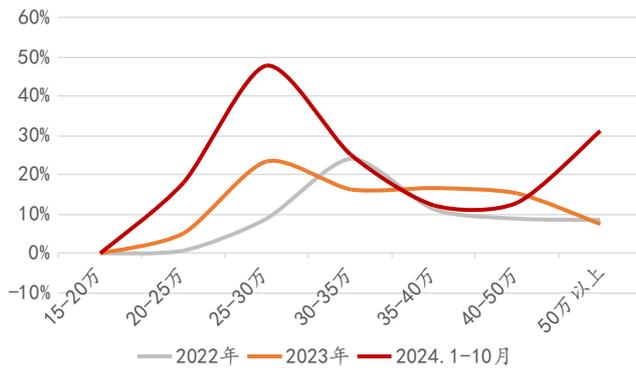
时间	部门	政策名称	具体内容
2020.11	国家智能网联汽车创新中心	《智能网联汽车技术路线图2.0》	到2025年L2级和L3级新车要达到50%，到2030年要超过70%。
2022.3	工业和信息化部	《车联网网络安全和数据安全标准体系建设指南》	到2025年，初步构建起车联网网络安全和数据安全标准体系。到2025年，形成较为完善的车联网网络安全和数据安全标准体系。完成100项以上标准的研制，提升标准对细分领域的覆盖程度，加强标准服务能力，提高标准应用水平，支撑车联网产业安全健康发展。
2023.7	工信部、国家标准化管理委员会	《2023版国家车联网产业标准体系建设指南》	相较2022版进一步明确建设重点方向包括信息感知融合、自动驾驶、功能安全等多环节。
2023.11	工信部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	通知具备量产条件的搭载自动驾驶功能（L3、L4）的智能网联汽车开展准入试点；对取得准入的智能网联汽车产品，在限定区域内开展上路通行试点。
2024.6	工业和信息化部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部	《四部门有序开展智能网联汽车准入和上路通行试点》	支持L3级别自动驾驶汽车的上路通行和量产落地。试点联合体的车企报告比亚迪、广汽、上汽、北汽蓝谷、蔚来汽车、重庆长安等。
2024.7	工业和信息化部、公安部、自然资源部、住房和城乡建设部、交通运输部	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化应用试点名单的通知》	北京、上海、重庆等20个城市获批为试点城市，各地省级主管部门要加大对试点城市的政策支持力度。

资料来源：国家政府网站，中邮证券研究所

智驾迈入“全民智驾时代”，价格下探、科技平权、加速渗透。2024年被视为城市NOA登陆主流车型的元年，在15-20万的价格区间里，2024年多款搭载城市NOA功能的重磅新车面

市，比如小鹏 Mona M03、小鹏 P7+、深蓝 L07、广汽埃安 RT 等，15-20 万元价格带正成为城市 NOA 功能普及的先锋。从城市 NOA 功能在乘用车的渗透率情况来看，2024 年 1-10 月，20-30 万价格区间带的渗透率合计达到 66%，相比 2023 年增加了 37.5pcts。2025 年 2 月 10 日，比亚迪宣布“天神之眼”智驾系统将覆盖全系车型，从售价百万的仰望 U8 到 6.98 万元的海鸥智驾版，均实现高速 NOA 功能标配，有望进一步加速智驾渗透率，实现智能驾驶的价格下探至 10 万以下车型。

图表27：城市 NOA 在不同价格带国内乘用车的渗透率



资料来源：佐思汽研，中邮证券研究所

图表28：比亚迪开启全民智驾

全民智驾 比亚迪王朝网首批上市车型价格											
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 10.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 11.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 12.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 13.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 14.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 15.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 16.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 17.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 19.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 20.28万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 21.28万
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 7.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 8.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 9.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 17.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.98万
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 17.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 19.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 20.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 21.98万
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 9.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 17.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 19.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 20.98万
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 13.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 14.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 15.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 16.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 17.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 19.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 20.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 21.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 22.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 23.58万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 24.58万
比亚迪宋L DM-i 荣耀版 18.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 19.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 20.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 21.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 22.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 23.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 24.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 25.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 26.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 27.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 28.98万	比亚迪宋L DM-i 荣耀版 29.98万

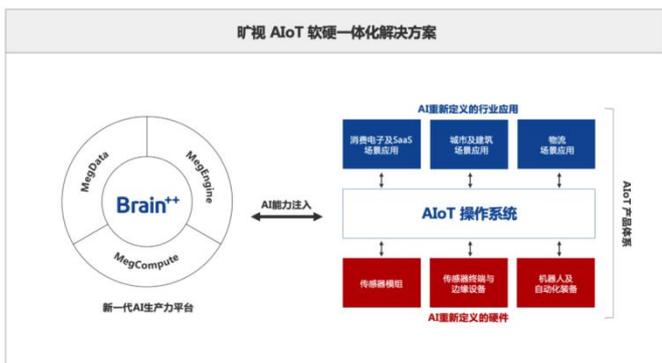
全民智驾 比亚迪海洋网首批上市车型价格											
比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 6.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 7.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 8.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 9.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 17.98万
比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 7.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 8.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 9.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 17.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 18.98万
比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 9.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 10.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 11.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 12.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 13.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 14.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 15.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 16.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 17.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 18.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 19.98万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 20.98万
比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 13.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 14.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 15.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 16.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 17.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 18.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 19.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 20.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 21.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 22.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 23.68万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 24.68万
比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 17.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 18.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 19.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 20.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 21.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 22.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 23.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 24.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 25.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 26.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 27.58万	比亚迪海鸥 DM-i 荣耀版 28.58万

资料来源：比亚迪公众号，中邮证券研究所

3.2 公司有望借助吉利的硬件和旷视的算法在智驾赛道突出重围

旷视科技以计算机视觉起家，原创算法实力与工程落地实力雄厚，在智驾赛道有得天独厚的优势。旷视科技，创立于2011年，以深度学习为核心竞争力，融合算法、算力和数据，打造出“三位一体”的新一代AI生产力平台旷视Brain++。公司被称为“AI四小龙”之一。旷视科技拥有AIoT软硬一体化解决方案的供货能力；人工智能研究层面，公司自主研发生产力平台Brain++，是全球少数自主研发的深度学习框架的企业之一；工程实践层面，公司遵循“算法-软件-硬件”的协同设计模式，用AI重新定义硬件产品体系。

图表29：旷视科技基于Brain++平台的AIoT解决方案



资料来源：旷视科技招股书，中邮证券研究所

图表30：旷视科技具有软硬件一体的解决方案供货能力

核心硬件	平台软件	产品方案
城市及企业级 AIoT应用一体机 (旷视鸿图) AIoT智能服务器 (旷视幻方) NEW 智能分析盒 (旷视魔方) HOT 人脸识别门禁一体机 (旷视神行) HOT 智能网络摄像机 智能身份核验终端 智能便捷人像对比一体机	城市级 城市治理综合软件平台 (旷视万象) 企业级 AIoT视图综合应用平台 (旷视盘古) AIoT智能物联商业云平台 (旷视九霄)	城市级 旷视运动体育教育产品方案 HOT
工业级 机器人及智能装备	工业级 机器人仓储物流软件平台 (旷视)	

资料来源：旷视科技官网，中邮证券研究所

旷视科技创始团队技术基因浓厚。旷视科技三个联合创始人分别为印奇、唐文斌与杨沐，三者均出自清华大学计算机科学实验班（“姚班”），师从“图灵奖”唯一的华裔得主、现代密码学基础的奠基人姚期智。旷视成立之初就专注于计算机视觉与深度学习两大领域，在图像识别、人脸识别等方面有深厚积累。

图表31：旷视科技三位联合创始人



资料来源：极客网，中邮证券研究所

旷视科技在 2023 年正式发布了三种配置的量产 L2+智驾方案，具有“低算力、高性能”的成本优势，较同行成本下降 20%-30%。2023 年 6 月，旷视科技参与 AI 届盛会 CVPR2023，在自动驾驶拓扑关系赛道取得第一名。同年，旷视发布三款智驾方案，其中标准版和专业版的方案不带激光雷达，成本相对较低，可以实现高速 NOP 和城市 NOP 功能，主要服务于 10 万元到 30 万元的车型。面向 30 万以上车型的旗舰版方案具备增强的城市 NOP 功能以及更强的安全冗余。通过优化“BEV（鸟瞰图）+前融合”算法、降低算力、去高精地图、去 RTK、去激光雷达、统一算法框架、自动标注等一系列措施，相比于同行，旷视的智驾方案成本可以下降 20%-30%。目前大部分量产智驾方案至少需要一整块 Orin（254TOPS）作为主系统和冗余的算力支持，旷视标准版方案仅需主流英伟达 Orin1/5 甚至 1/6 的算力（大约 40-50TOPS），就能实现高速 NOP 功能。

图表32：旷视科技 2023 年发布的三种 L2+智驾方案

智驾方案版本	功能	目标车型
标准版	高速NOP功能、自主泊车、记忆泊车	10-15万元车型
专业版	高速NOP功能、城市NOP功能、跨车道安全停车	15-30万元车型
旗舰版	增强城市NOP、更强的安全冗余	30万元以上车型

资料来源：雷锋网，中邮证券研究所

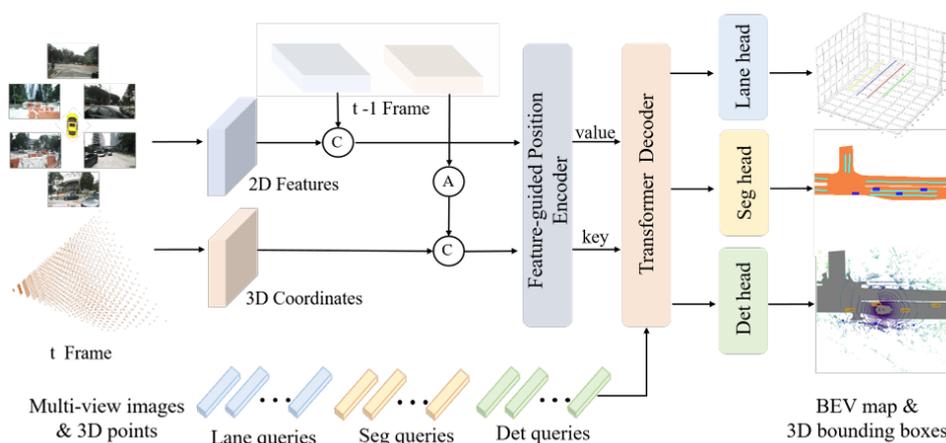
图表33：旷视科技智驾的发力点



资料来源：雷锋网，中邮证券研究所

视觉算法是旷视科技的技术基石，也是助力实现其智驾方案“极致性价比”的核心原因。原创算法是旷视的技术底座。以视觉为主，采取“BEV+前融合”的方案，砍掉激光雷达，减少对毫米波雷达的使用。旷视在算法方面拥有业内知名的两套 BEV 视觉算法模型——BEVDepth 和 PETR，长期霸榜自动驾驶权威技术榜单。其中，BEVDepth 系列是对“BEV+LSS”的实现，PETR 系列则是非常典型对“BEV+Transformer”的实现。算力基础设施方面，旷视已经构建了一万多张卡的计算集群，具备快速迭代能力的实力基础。同时为了支持智能车业务，旷视组建了一支数百人的团队，其中超过 2/3 是研发人员。

图表34：PTER 模型



资料来源：Yingfei Liu 等《PETRv2: A Unified Framework for 3D Perception from Multi-Camera Images》，中邮证券研究所

重庆和吉利、旷视战略合作，打造“AI+车+机器人”产业创新发展模式。2024年7月24日，重庆两江新区与吉利汽车集团、旷视科技签署战略合作协议。市委书记袁家军，市委副书记、市长胡衡华会见了吉利控股集团董事长李书福、旷视科技董事长兼 CEO 印奇一行并见证签约。会上提到：智能网联新能源汽车是重庆和两江新区的主导产业之一，也是因地制宜新质生产力的重要着力点。根据合作协议，三方将依托重庆制造业基础和产业优势，结合旷视科技在人工智能领域关键核心技术，以及吉利汽车整车研发、制造优势，共同建设 AI 智行开放平台，构建“AI+车+机器人”产业创新发展模式，打造新质生产力标杆项目。

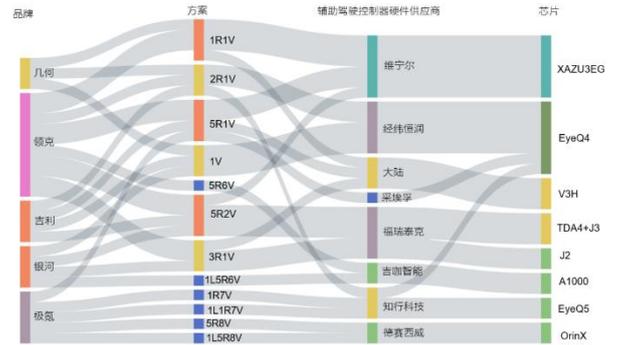
吉利集团智驾方案具有进口转国产、外购转自研的趋势。吉利的 L2 低阶驾驶方案在 2021 年之前，由维宁尔、大陆等国际 Tier1 提供，在芯片国产化的趋势和降本压力下，吉利后续开始与经纬恒润、福瑞泰克等展开合作，开始智驾方案国产化。在次高阶&高阶方案(L2++ & L2+++)方面，目前有 1R7V、5R6V、5R8V 等三套，吉利旗下新能源车品牌极氪的车型售价基本上在 20 万以上，主打豪华、科技，所以对智驾的要求是吉利集团下几个自主品牌中最高，目前 Mobileye 方案和自研方案两条腿走路，后续有进行平台整合，统一方案的可能。

图表35: 吉利旗下主要在售车型智驾分配及配置



资料来源: NE 时代智能车, 中邮证券研究所

图表36: 吉利旗下品牌智驾硬件方案和供应商



资料来源: NE 时代智能车, 中邮证券研究所

力帆科技有望整合吉利的硬件能力和旷视的算法能力, 开启智驾新篇章。根据甲子光年文章报道, 在合作框架内, 吉利将提供换电车的基础硬件平台, 旷视科技将贡献其在智能驾驶 AI 算法和座舱生态方面的专长, 而力帆科技将负责生产 Robotaxi, 最终将产品供应给曹操出行平台。这一合作模式预着力帆科技将获得包括汽车销售、软件服务费用以及车辆维护服务费在内的多元化收益。

图表37: 重庆和吉利、旷视战略合作



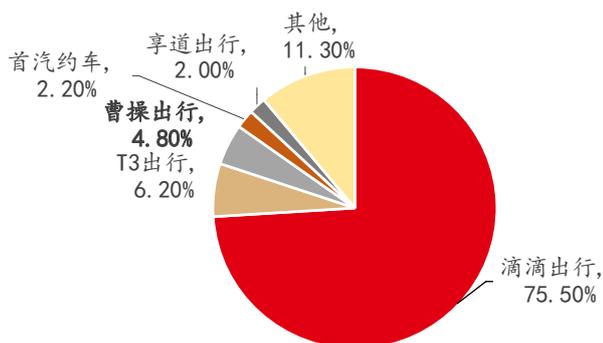
资料来源: 吉利控股集团公众号, 中邮证券研究所

3.3 公司深度合作的曹操出行对于定制车采购需求增长, 并有意在 2026 年前推出 Robotaxi 车型

吉利旗下曹操出行是国内 TOP3 的网约车平台。曹操出行是吉利集团孵化的网约车平台。以 2023 年的 GTV (Gross Transaction Value, 总交易额) 计, 国内网约车 CR5 为 90.6%。其中滴滴出行主导, 市场份额为 75.5%; 曹操出行于 2021 年、2022 年及 2023 年一直位居中国网约车平台前三名。

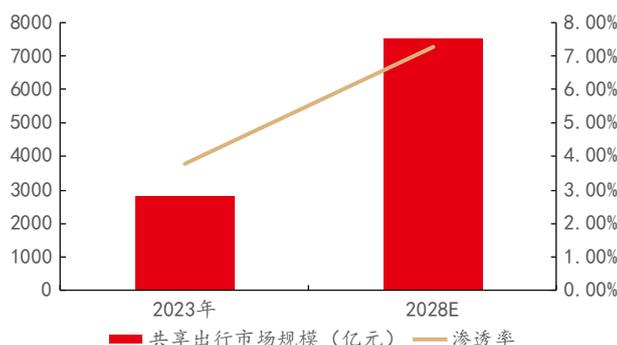
2023年-2028年，共享出行市场有望从2821亿元增长至7513亿元，对应24-28年复合年增长率20.6%。曹操出行作为行业前三的企业，有望受益于这一市场增长趋势。2024年至2028年，在消费者对高性价比的出行选择需求不断增加以及共享出行在下沉城市日益普及的推动下，预期共享出行在出行行业中的渗透率将由2023年的3.8%大幅增至2028年的7.3%。由于共享出行在广泛的出行行业中所占的份额不断增加，预期中国共享出行市场的规模将大幅增长至2028年的人民币7,513亿元，复合年增长率为20.6%。

图表38：曹操出行是国内市占率第三的共享出行平台



资料来源：曹操出行招股书，中邮证券研究所

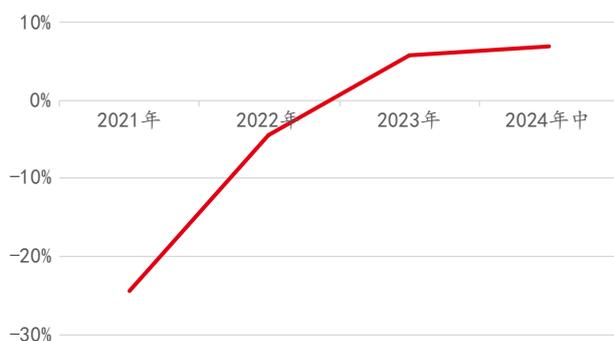
图表39：国内共享出行市场规模有望保持较高增长



资料来源：曹操出行招股书，中邮证券研究所

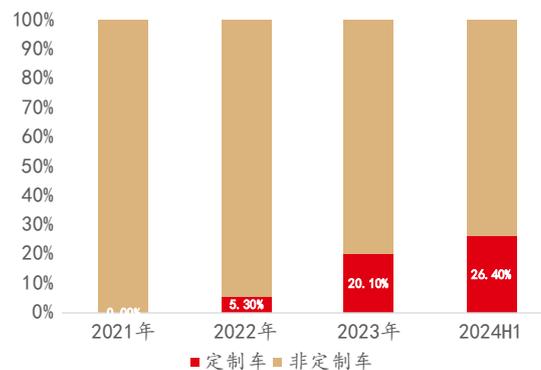
曹操出行毛利率提升主要得益于曹操出行拥有最大的定制车队，因此有较强意向后续继续提高定制车型比例。2021-2024年中，曹操出行的毛利率显著提升。曹操出行自2022年开始部署定制车。2023年，定制车履行的订单占曹操出行GTV的20.1%；截至2024年中，此比例增至26.4%。此外，从2023H2开始，曹操出行也开始向第三方销售最新款定制车。截至2024年6月30日，曹操出行在29个城市拥有一支超过33000辆车的定制车队。目前曹操运营的两款定制车辆，枫叶80V及曹操60，预计TCO（整体用车成本）分别为每公里0.53元及0.47元，相较于典型纯电动汽车TCO分别减少33%及40%。较低的运营成本意味着曹操出行可以在新城市以更具竞争力的价格提供服务，或者在相同价格下获得更高的利润空间，这为其在新城市的长期运营和市场拓展提供了经济上的可行性和可持续性。后续，曹操出行计划最终向所有附属司机提供定制车并向运力合作伙伴销售更多定制车。

图表40：曹操出行毛利率提升



资料来源：曹操出行招股书，中邮证券研究所

图表41：曹操出行定制车比例有望逐步提升



资料来源：曹操出行招股书，中邮证券研究所

目前2款定制车均由力帆科技旗下睿蓝汽车生产,并且睿蓝和曹操达成了长期战略合作。曹操出行现在的两款定制车辆——枫叶80V及曹操60,均由力帆科技旗下睿蓝汽车生产。睿蓝汽车是吉利汽车和力帆科技共同投资设立的合资公司。两者在吉利集团的大体系下,有着一定的资源共享和协同发展的基础。2022年4月13日,睿蓝汽车与曹操出行在重庆正式签署中长期战略合作协议,双方共同聚焦B端营运市场,发挥各自在换电和出行领域的优势,联合开发共享智能出行的定制化车型,并在未来几年内,曹操出行将大批量采购睿蓝汽车生产的定制车投入共享出行领域。

图表42: 曹操出行现有2款定制车均由力帆科技生产

图表43: 曹操出行和睿蓝汽车达成战略合作



资料来源: 力帆科技公司公告, 中邮证券研究所

资料来源: 重庆两江新区公众号, 中邮证券研究所

战略入局 Robotaxi, 2026年前曹操出行将推出完全定制化的 Robotaxi 车型。2024年10月14日, 曹操出行 CEO 龚昕在全球智能驾驶大会上透露了曹操出行未来五年的 Robotaxi 战略规划: 两年内推出完全定制化 Robotaxi 车型; 同时, 结合多年来积累的出行运营经验, 曹操出行将构建覆盖全场景的自动化运营系统, 应用将于2025年上线, 2026年正式开放。背靠吉利, 曹操出行是行业少数能发挥“主机厂+自动驾驶公司+出行服务商” Robotaxi 生态圈集聚力, 同步满足自动驾驶、定制车及自动化运营系统三要素的共享出行平台。

图表44: 曹操出行联手吉利生态加大定制车采购



资料来源: 曹操出行招股书, 中邮证券研究所

中国 Robotaxi 初步具备政策和技术的基礎，有望在 2025-2030 年迎来商业化落地的爆发期。中国在 2022 年处于从 Robotaxi 商业化试验向蓬勃发展多点开花的商业化 1.0 阶段迈进的过程。当前政策组合已能较充分支持现阶段在特定范围区域内小规模 Robotaxi 车队开展商业化运营试点，且为即将到来的高级别自动驾驶车型量产与上市销售提供较完整的政策规范基础。技术层面，行业先行者正加速推进 Robotaxi 前装量产落地，预计在 2025-2026 年前后会落地下线具备完整、完善的 L3 级别自动驾驶功能的前装量产车型，预计在 2027-2028 年前后会落地下线可用于更多城区内运营场景，且具备 L4 级别自动驾驶功能的前装量产车型。

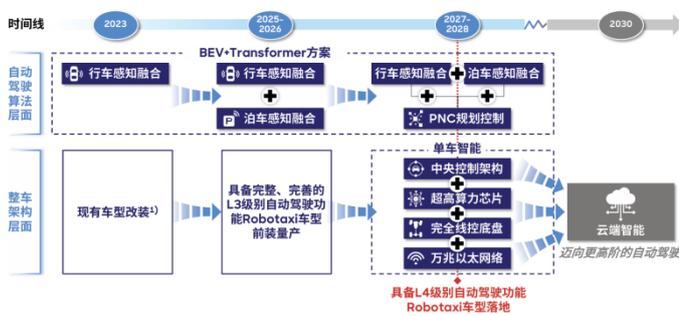
图表45：中国 Robotaxi 商业化阶段与“五要素”成熟度现状



资料来源：罗兰贝格，中邮证券研究所

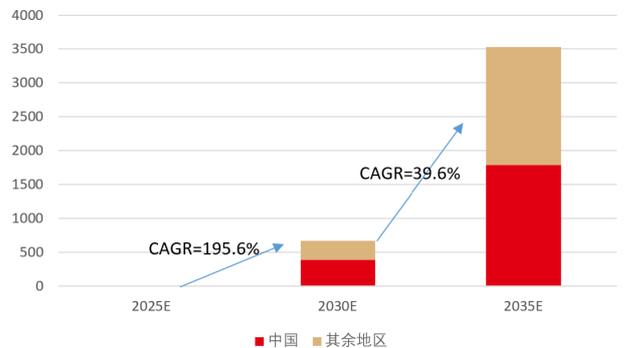
到 2035 年，Robotaxi 服务的全球市场规模有望达 3526 亿美元。根据小马智行招股书，全球 Robotaxi 服务（GTV 计价）的市场规模有望在 2025-2030 年间以 195.6% 的 CAGR 迎来快速增长。到 2030 年，全球 Robotaxi 服务的市场规模有望达到 666 亿美元，其中中国市场约 390 亿美元。到 2035 年，全球市场规模有望进一步扩大到 3526 亿美元。

图表46：Robotaxi 技术落地路线图与关键里程碑



资料来源：罗兰贝格，中邮证券研究所

图表47：Robotaxi 市场规模（单位：亿美元）



资料来源：小马智行招股书，中邮证券研究所

4 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年业绩基于以下主要假设进行测算：

(1) 乘用车业务

公司 C 端和 B 端定制的乘用车，我们假设 2024-2026 年的销量分别为 5.9、8.0、10.4 万辆，主要考虑公司 C 端品牌出海加速以及 B 端定制车下游客户的采购需求增加。单车价格分别为 10、11、11 万元/辆，毛利率分别为 5%、8%、13%，毛利率随着规模效应及公司管理而改进。

(2) 类 Robotaxi 的智驾车

我们假设 2024-2026 年的销量分别为 0、200、1200 辆，行业处于突变奇点，公司先小规模放量，占据卡位优势。假设 2025-2026 年毛利率分别为 6%、10%。

(3) 摩托车业务

公司传统老牌主业，较为稳健，总体来看后续有望随着宏观环境改善、公司出海、新产品推广而景气向上。我们假设 2024-2026 年营收分别同比增长 3%、20%、10%，毛利率分别 12%、13%、13%。

(4) 通用机械业务

假设保持稳定，2024-2026 年营收保持 4 个亿，毛利率保持 20%。

图表48：公司盈利预测

	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
乘用车业务						
营收 (亿元)	5.34	57.91	37.34	59.09	88.00	114.4
yoy	35%	984%	-36%	58%	49%	30%
销量 (辆)	4,456	56,771	42,308	59,094	80,000	104,000
单车价格 (万元/辆)	11.99	10.20	8.83	10	11	11
乘用车业务毛利率	16%	5%	-2%	5%	8%	13%
毛利 (亿元)	0.84	3.02	-0.82	2.95	7.04	14.41
智驾车 (robotaxi)						
营收 (亿元)					0.40	2.40
yoy						500%
销量 (辆)					200	1200
单车价格 (万元/辆)					20	20
乘用车业务毛利率					6%	10%
毛利 (亿元)					0.0	0.2
摩托车业务						
营收 (亿元)	27.30	21.26	20.33	21.00	25.20	27.72
yoy	7%	-22%	-4%	3%	20%	10%
摩托车业务毛利率	12%	12%	13%	12%	13%	13%
毛利 (亿元)	3.14	2.60	2.59	2.52	3.15	3.60
通用机械业务						
营收 (亿元)	3.97	3.38	4.00	4.00	4.00	4.00
yoy	10%	-15%	18%	0%	0%	0%
通用机械业务毛利率	8%	19%	19%	20%	20%	20%
毛利 (亿元)	0.33	0.65	0.76	0.80	0.80	0.80
其他业务						
营收 (亿元)	3.16	3.99	6.01	2.50	3.00	3.00
毛利 (亿元)	2.08	1.38	1.49	1.00	1.30	1.30
合计						
总营收 (亿元)				86.59	120.60	151.52
yoy				28%	39%	26%
总毛利 (亿元)				7.27	12.31	20.36
yoy				81%	69%	65%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧风险。目前乘用车和智能驾驶领域的竞争依旧非常激烈，如果公司的技术实力、商务落地能力、成本控制能力等不如行业竞争者，可能会在未来一段时间面临发展不及预期、创收不及预期的可能。

技术变革风险。AI 大模型、智能驾驶等技术的演进存在不确定性，如果行业技术路线发生变化或者出现巨大技术变革，可能会对公司带来一定冲击。

多方合作和管理整合的风险。公司现阶段刚经历多方的融合，面临着股东、管理团队、技术团队、合作伙伴的多方合作和管理整合的问题，如果公司没法较好完成合作的落地和团队的整合，可能会对公司的发展带来影响。

政策变化风险。智驾的发展需要国内政策的支持和部分海外产业链产品的配套，如果国内外政策发生变化，可能会影响行业或公司的发展。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	6768	8659	12060	15153	营业收入	-21.8%	27.9%	39.3%	25.6%
营业成本	6366	7932	10829	13117	营业利润	-234.3%	127.7%	95.6%	332.2%
税金及附加	112	117	168	216	归属于母公司净利润	-84.3%	117.2%	99.9%	331.3%
销售费用	380	386	470	455	获利能力				
管理费用	378	390	482	515	毛利率	5.9%	8.4%	10.2%	13.4%
研发费用	215	242	362	449	净利率	0.4%	0.6%	0.9%	3.0%
财务费用	32	-19	18	12	ROE	0.2%	0.5%	1.0%	4.2%
资产减值损失	-116	5	10	6	ROIC	-3.8%	0.4%	1.1%	4.0%
营业利润	-327	91	177	766	偿债能力				
营业外收入	7	8	9	10	资产负债率	45.1%	45.4%	51.0%	54.2%
营业外支出	39	10	9	12	流动比率	1.11	1.03	0.96	0.98
利润总额	-358	88	177	764	营运能力				
所得税	-96	23	45	197	应收账款周转率	3.31	5.58	5.14	5.04
净利润	-262	66	131	567	存货周转率	2.42	2.51	2.71	2.58
归母净利润	24	53	105	453	总资产周转率	0.32	0.40	0.52	0.58
每股收益(元)	0.01	0.01	0.02	0.10	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.01	0.01	0.02	0.10
货币资金	3425	1225	1294	1628	每股净资产	2.31	2.29	2.31	2.41
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1400	2212	3095	3758	PE	1421.00	654.20	327.34	75.90
预付款项	17	38	42	52	PB	3.30	3.33	3.30	3.16
存货	2869	3456	4531	5634	现金流量表				
流动资产合计	8530	8158	10601	13100	净利润	-262	66	131	567
固定资产	1920	1775	1666	1639	折旧和摊销	340	212	225	248
在建工程	66	73	79	116	营运资本变动	37	-1524	509	214
无形资产	1901	1957	2015	2057	其他	-353	-424	-372	-294
非流动资产合计	13269	13582	13890	14342	经营活动现金流净额	-239	-1670	493	734
资产总计	21799	21741	24490	27442	资本开支	-453	-305	-176	-300
短期借款	225	325	556	459	其他	155	253	59	-67
应付票据及应付账款	4895	4663	6742	8334	投资活动现金流净额	-299	-52	-118	-368
其他流动负债	2583	2943	3747	4534	股权融资	356	0	0	0
流动负债合计	7703	7931	11044	13327	债务融资	-437	-276	-264	5
其他	2135	1943	1448	1550	其他	-150	-202	-43	-38
非流动负债合计	2135	1943	1448	1550	筹资活动现金流净额	-231	-478	-307	-33
负债合计	9838	9874	12492	14877	现金及现金等价物净增加额	-757	-2200	69	333
股本	4572	4572	4572	4572					
资本公积金	8737	8737	8737	8737					
未分配利润	-2827	-2782	-2692	-2307					
少数股东权益	1523	1536	1562	1676					
其他	-43	-196	-180	-112					
所有者权益合计	11961	11867	11999	12565					
负债和所有者权益总计	21799	21741	24490	27442					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048