

千里科技 (601777.SH)

战略定位 AI+车，加速转型

公司评级

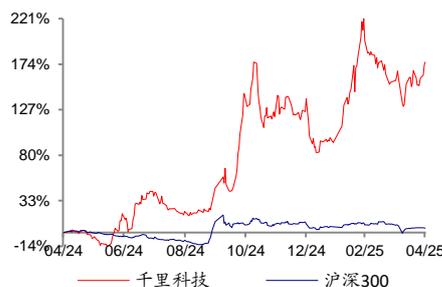
增持

当前价格	8.86 元
合理价值	10.94 元
报告日期	2025-05-06

核心观点:

- **24 年收入同比+3.9%，整体经营稳健。**公司发布财报，24 年实现营收 70.35 亿元/同比+3.9%，归母净利润 0.4 亿元/同比+65.3%。分业务收入来看，乘用车 42.2 亿元/同比+13.0%，收入增速跑赢国内汽车批发销量增速约 8.5pct（根据中汽协，24 年汽车批发销量同比+4.5%）；摩托车 21.4 亿元/同比+5.3%，收入增速跑赢中国摩托车销量增速约 2.5pct（根据中国摩托车商会数据统计，2024 年摩托车行业销量达 1992.3 万辆/同比增长 2.8%）；内燃机及配件 4.3 亿元/同比+7.0%。
- **加大研发投入，积极转型。**根据年报，公司 24 年实现毛利率 9.0%/同比+3.0pct，实现归母净利率 0.6%/同比+0.2pct。分业务毛利率来看，乘用车及配件 4.4%/同比+6.7pct，摩托车整车及配件 12.1%，同比-0.6pct；内燃机及配件 21.0%/同比+2.0pct。公司期间费用率为 15.7%，同比+0.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/4.1%/5.8%/1.1%，同比分别-0.8/-1.5/+2.6/+0.6pct，公司逐步加大研发投入，积极转型。
- **战略定位 AI+车，终端+科技双轮驱动。**公司从尹明善时代的摩托车，到吉利时代的智能换电汽车，再到印奇时代的 AI+车三次战略定位转型发展历程。展望新的转型阶段，公司在汽车&摩托等终端业务，依托拓宽产品矩阵，国内外联动稳步发展；在科技业务，致力于打造智能汽车解决方案开放平台，并拓展至 robotaxi 领域。
- **盈利预测与投资建议：**公司战略定位 AI+车，加速转型，致力于打造智能汽车解决方案开放平台，并拓展至 robotaxi 领域。预计公司 25-27 年收入为 82.5/99.1/123.8 亿元，参考可比估值及历史估值，给予 25 年 6XPS，对应合理价值为 10.94 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济低预期；智能化渗透率低预期；技术迭代低预期。

相对市场表现



分析师:

周伟



SAC 执证号: S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

请注意，周伟、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,768	7,035	8,246	9,911	12,384
增长率 (%)	-21.8	3.9	17.2	20.2	24.9
EBITDA (百万元)	-406	-52	24	39	109
归母净利润 (百万元)	24	40	82	118	200
增长率 (%)	-84.3	65.3	103.7	45.1	69.2
EPS (元/股)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
市盈率 (x)	358.00	765.00	491.41	338.63	200.19
ROE (%)	0.2	0.4	0.8	1.1	1.8
EV/EBITDA (x)	-	-	1,608.06	977.67	346.74

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相关研究:

目录索引

一、24 年收入同比+3.9%，整体经营稳健	4
二、加大研发投入，积极战略转型	4
三、聚焦 AI+车战略，终端+科技双轮驱动	6
（一）汽车&摩托等终端业务继续拓宽产品矩阵，国内外联动稳步发展	6
（二）科技业务致力于打造智能汽车解决方案开放平台，并拓展至 ROBOTAXI 领域 ..	9
四、盈利预测和投资建议	14
五、风险提示	16

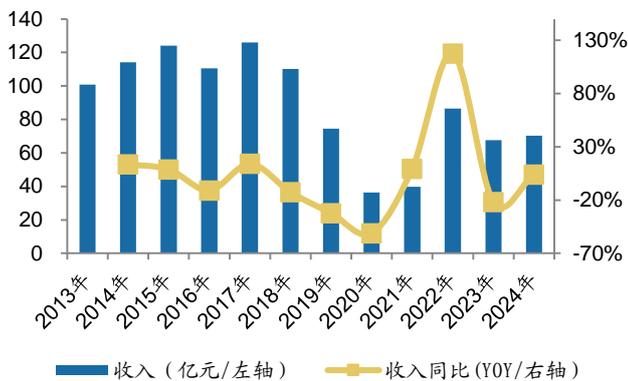
图表索引

图 1: 公司年度营收及同比增速.....	4
图 2: 公司年度归母净利润及同比增速.....	4
图 3: 公司季度营收及同比增速.....	4
图 4: 公司季度归母净利润及同比增速.....	4
图 5: 公司年度毛利率、净利率和期间费用率.....	5
图 6: 公司年度销售/管理/研发/财务费用率.....	5
图 7: 公司季度毛利率、净利率和期间费用率.....	5
图 8: 公司季度销售/管理/研发/财务费用率.....	5
图 9: 公司发展历程.....	6
图 10: 公司终端业务三大类型产品.....	8
图 11: 2015-2024 年公司乘用车业务收入及增速.....	8
图 12: 2015-2024 年公司摩托车业务收入及增速.....	8
图 13: 公司内燃机及配件业务收入.....	9
图 14: 2015-2025 年公司分业务毛利率.....	9
图 15: 公司股权结构 (截止 25 年一季报).....	9
图 16: 第二大股东重庆江河汇股权变化.....	10
图 17: 预计 25-26 年中阶智驾规模放量.....	10
图 18: 2022-2024H1 国内中高阶辅助智驾渗透率.....	11
图 19: 2023 年 1 月以来高阶组合辅助智驾渗透率呈现快速提升趋势.....	12
图 20: 成立千里智驾科技公司, 进军智能驾驶领域.....	12
图 21: 公司与吉利深度合作, 发布千里浩瀚智驾方案.....	13
图 22: 公司自 2020 年以来 PS TTM 估值变化情况 (倍).....	15
表 1: 乘用车销量(万辆)和同比增速 (%).....	7
表 2: 公司业务拆分.....	14
表 3: 可比公司估值 (2023、2024 年对应年末最后一个交易日收盘价, 2025、2026 年对应 2025 年 4 月 30 日收盘价).....	15

一、24年收入同比+3.9%，整体经营稳健

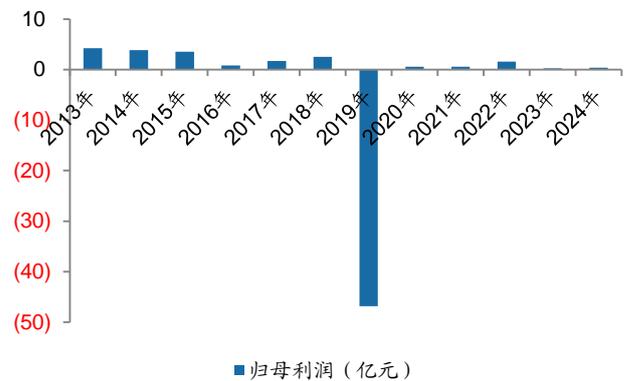
公司发布财报，24年实现营收70.35亿元/同比+3.9%，归母净利润0.4亿元/同比+65.3%。25Q1实现营收18.1亿元/同比+28.5%，归母净利润0.2亿元/同比+29.8%。24年分业务收入来看，乘用车及配件42.2亿元/同比+13.0%，收入增速跑赢国内汽车批发销量增速约8.5pct（根据中汽协，24年汽车批发销量同比+4.5%）；摩托车整车及配件21.4亿元/同比+5.3%，收入增速跑赢中国摩托车销量增速约2.5pct（根据中国摩托车商会数据统计，2024年摩托车行业销量达1992.3万辆/同比增长2.8%）；内燃机及配件4.3亿元/同比+7.0%。

图1：公司年度营收及同比增速



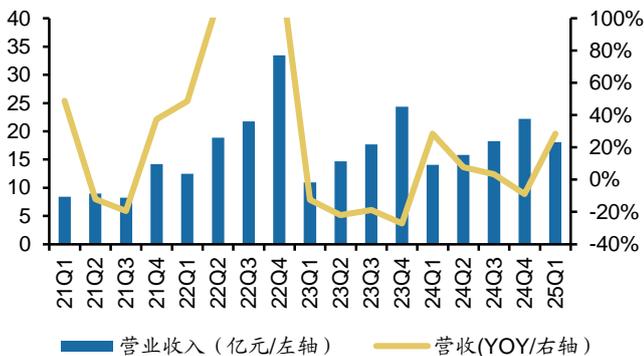
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司年度归母净利润及同比增速



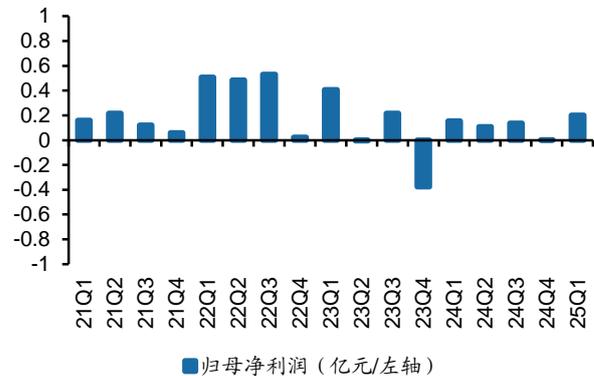
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：公司季度营收及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司季度归母净利润及同比增速



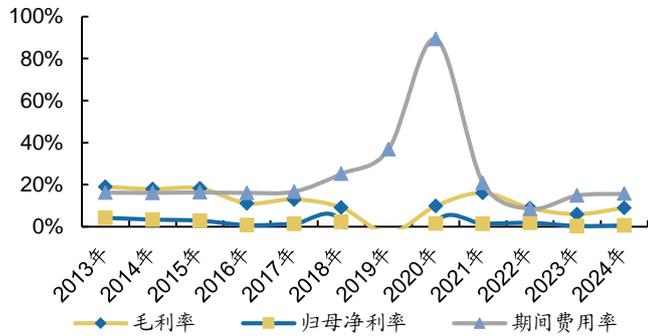
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、加大研发投入，积极战略转型

根据财报，公司24年实现毛利率9.0%/同比+3.0pct，实现归母净利率0.6%/同比+0.2pct。分业务毛利率来看，乘用车及配件4.4%/同比+6.7pct，摩托车整车及配件12.1%/同比-0.6pct；内燃机及配件21.0%/同比+2.0pct。公司期间费用率为15.7%，同比+0.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.8%/4.1%/5.8%/1.1%，同比分别-0.8/-1.5/+2.6/+0.6pct，公司逐步加大研发投入，积极转型。25Q1公司实现毛利

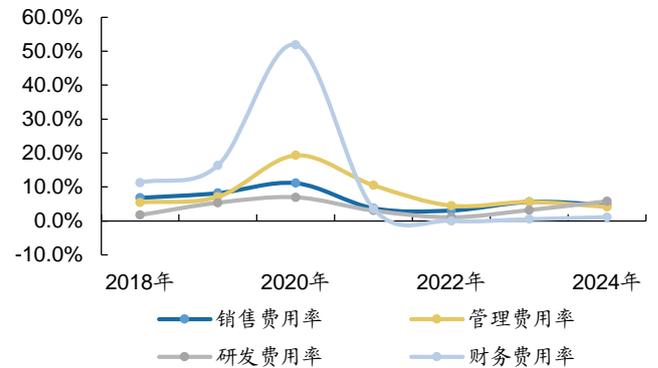
率8.2%/同比+1.7pct，归母净利率1.1%/同比持平，销售/管理/研发/财务费用率分别4.7%/4.3%/7.4%/-4.2%，同比-2.3/-0.9/+1.1/-5.2pct。

图5：公司年度毛利率、净利率和期间费用率



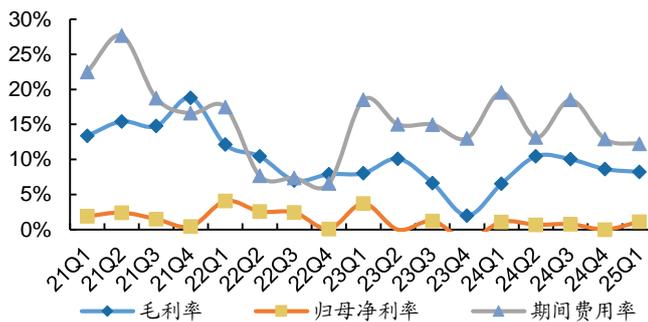
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：公司年度销售/管理/研发/财务费用率



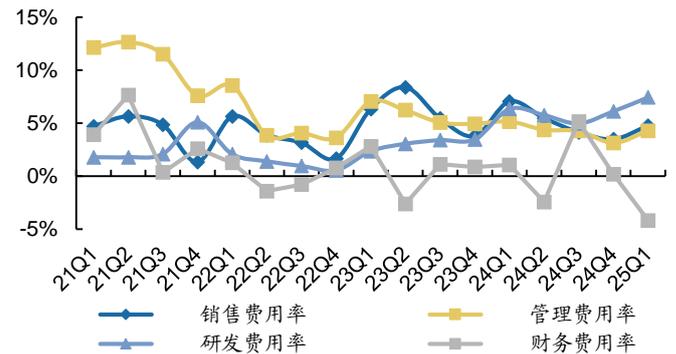
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：公司季度毛利率、净利率和期间费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：公司季度销售/管理/研发/财务费用率

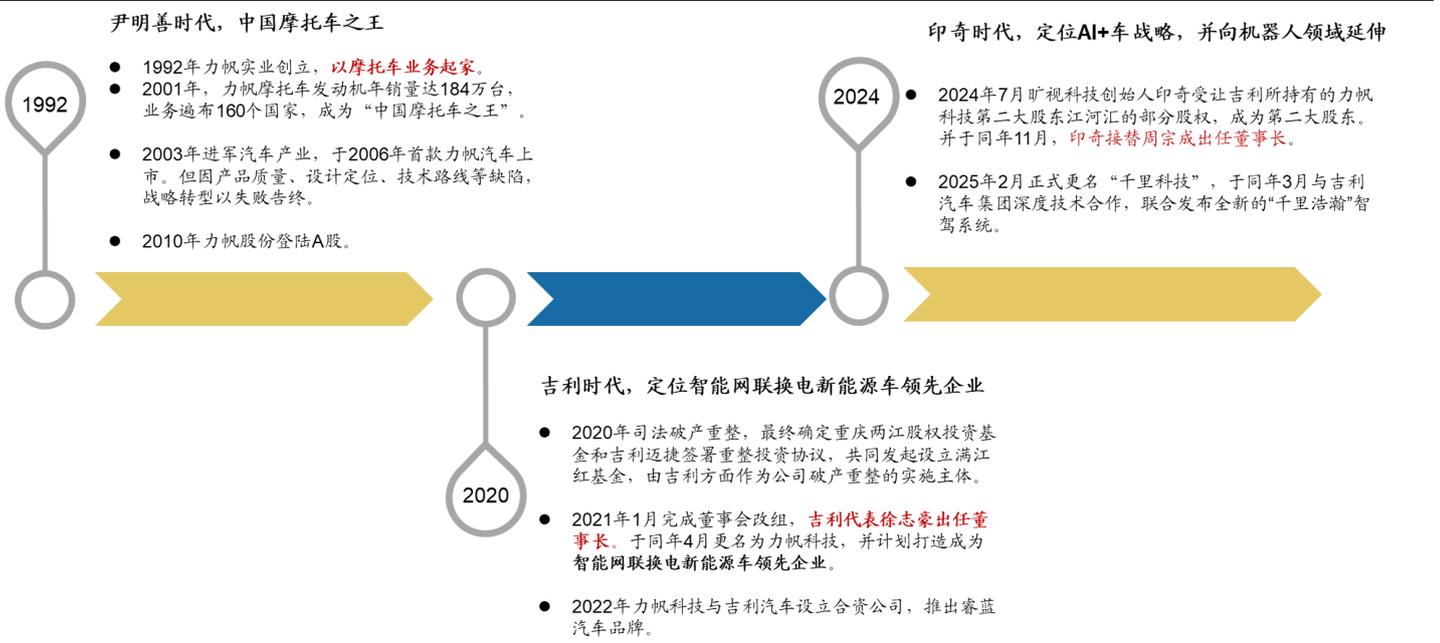


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、聚焦 AI+车战略，终端+科技双轮驱动

公司从尹明善时代的摩托车，到吉利时代的智能换电汽车，印奇时代的AI+车三次战略定位转型发展历程。1992年尹明善创立力帆实业，凭借摩托车发动机核心技术快速崛起，逐步发展成为“中国摩托车之王”。2003年正式进军汽车产业，于2006年首款力帆汽车上市，经过多年发展，因产品质量、设计定位、技术路线等缺陷，战略转型以失败告终。2020年重庆两江和吉利发起满江红产业基金签署重整投资协议。并于2021年吉利代表徐志豪出任董事长，更名力帆科技，定位智能网联换电新能源车领先企业。2024年旷视科技创始人印奇通过江河汇受让吉利集团旗下公司持有的千里科技19.91%股份，成为第二大股东，同年11月，印奇出任董事长，后更名千里科技。至此，公司定位“AI+车”战略，与重庆两江新区共建“AI智行开放平台”，整合“车+机器人+算法”生态。

图9：公司发展历程



数据来源：24年7月转让公司股份公告，24年11月董事会第九次会议决议公告，公司官网，车家号，盖世汽车，广发证券发展研究中心

（一）汽车&摩托等终端业务继续拓宽产品矩阵，国内外联动稳步发展

我们预计2025年中国乘用车批发销量2969万台，同比增长+8%。根据24年12月曾发布报告“2025年投资策略，走出通缩”，综合考虑以下几个因素：（1）在以旧换新政策延续，我们预计25年国内乘用车终端销量同比增速或为+3%；（2）当前乘用车行业库存位置合理偏低，或对批发销量有正面贡献；（3）出口增长继续拉动。

表1: 乘用车销量(万辆)和同比增速 (%)

乘用车销量预测	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
乘用车批发销量	2110.9	2429.2	2474.4	2367.2	2143.3	2013.6	2146.8	2355.0	2601.2	2755.3	2969.0
同比增速 (%)		15.1%	1.9%	-4.3%	-9.5%	-6.1%	6.6%	9.7%	10.5%	5.9%	7.8%
乘用车终端销量	2019.1	2349.0	2339.3	2141.3	2054.3	1902.5	2040.3	1993.3	2112.3	2291.8	2360.6
同比增速 (%)		16.3%	-0.4%	-8.5%	-4.1%	-7.4%	7.2%	-2.3%	6.0%	8.5%	3.0%
乘用车出口量	42.6	47.1	62.7	72.3	72.5	76.0	161.4	252.6	408.4	494.3	568.4
同比增速 (%)		10.7%	33.1%	15.3%	0.2%	4.8%	112.4%	56.5%	61.7%	21.0%	15.0%
渠道库存	49.2	33.1	72.4	153.5	16.5	35.2	(54.9)	109.2	80.6	(30.9)	40.0

数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

中国摩托车行业步入深度调整期,行业竞争进入存量博弈+增量开拓的双重攻坚阶段。随着主力消费人群更迭,工具及通勤消费向“通勤+娱乐”消费转移,250CC排量以上车型销量占比增长,车企逐渐向大排量、高配置踏板车型布局。同时,价格竞争日趋激烈,车企以高配低价策略抢占市场份额,压缩利润空间。

公司终端业务涵盖摩托车、汽车、内燃机等领域。

(1) 汽车业务: 产品类别上睿蓝汽车已覆盖新能源车型及燃油车型体系,产品序列上已涵盖轿车、SUV、MPV等主流车型。展望来看,公司汽车业务通过拓展多元补能边界,以睿蓝汽车充换电一体化为核心,重点推进“可充可换可增程”技术体系,满足不同用户补能需求。

(2) 摩托车业务: 产品已涵盖燃油车型及新能源车型体系,产品序列上已涵盖巡旅车、街车、骑士车、弯梁车、踏板车、太子车、跑车、越野车等系列,排量上涵盖50CC-600CC排量。展望来看,公司通过力帆品牌巩固传统摩托车产业优势,派方品牌开拓高端摩托车智能出行市场,以“规模化、智能化、国际化”为战略主线,构建“技术驱动、场景融合、全球布局”的产业生态体系。

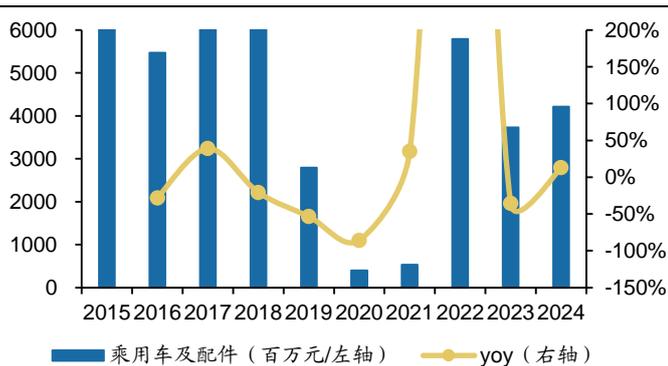
(3) 内燃机业务: 由全资子公司重庆力帆内燃机有限公司负责,产品覆盖动力、发电机组、户外电源、电焊机组、水泵、微耕机、高压清洗机、草坪机、园林机械、建筑机械等类型的多元化通用机械。

图10: 公司终端业务三大类型产品



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图11: 2015-2024年公司乘用车业务收入及增速



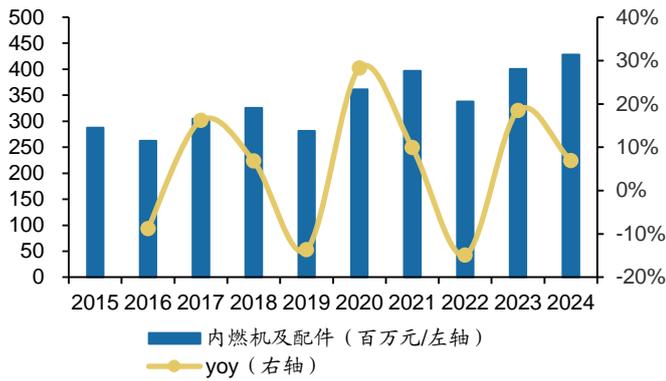
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图12: 2015-2024年公司摩托车业务收入及增速



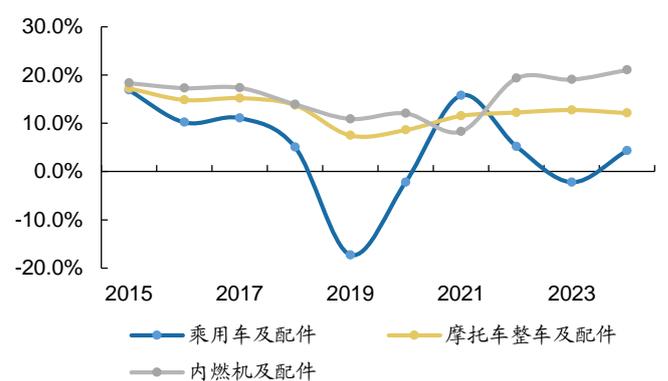
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图13: 公司内燃机及配件业务收入



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 2015-2025年公司分业务毛利率

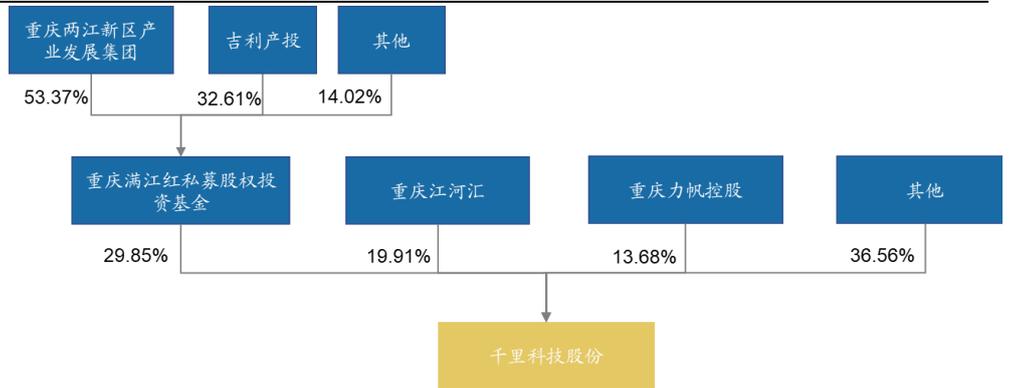


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 科技业务致力于打造智能汽车解决方案开放平台, 并拓展至 robotaxi 领域

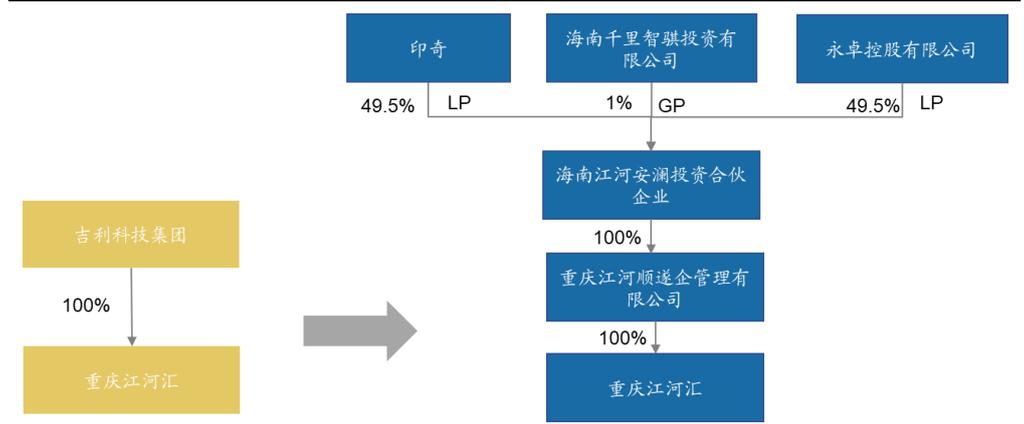
截至2025年一季度, 吉利和重庆两江产业集团通过持有的满江红股权基金是公司第一大股东, 印奇通过江河汇间接持有千里科技股份, 是千里科技第二大股东。2020年11月, 根据公司发布的重整计划公告, 满江红股权投资基金企业取代力帆控股成为控股股东, 吉利迈捷、吉利科技集团将以产业投资人的身份参与重整力帆。根据2024年7月3日转让公司股份公告, 旷视科技创始人印奇作价24.3亿元, 以江河顺遂公司受让吉利集团旗下公司所持有的力帆科技部分股份, 拿下力帆公司总股本的19.91%, 于2024年8月完成了股权交割手续。

图15: 公司股权结构 (截止25年一季度)



数据来源: 公司财报, 企查查, 广发证券发展研究中心

图16: 第二大股东重庆江河汇股权变化



数据来源: 2024年7月股份转让公告, 广发证券发展研究中心

高管团队引入旷视、吉利、曹操出行多方人才, 积极转型。根据2024年11月董事会第九次会议决议公告和24年年报, 旷视科技创始人印奇当选为力帆科技新的董事长, 吉利集团出身的黄强先生担任公司副总裁兼任CFO, 曹操出行创始人刘金良在公司担任董事。

2025年中阶智驾配套率有望加速。主要原因: (1) 车企将从重点发展新能源转向智能化以保持车企的持续竞争力。根据交强险口径, 2024年国内新能源乘用车渗透率已经提升至46.9%, (2) 低阶智驾渗透率逐年提升后带来同质化竞争加剧。根据中国电动汽车百人会, 2024年我国乘用车L2及以上渗透率达到55.7%。(3) 中阶智驾可以带来更多用户体验, 技术成熟且资源丰富, 成本正不断降低。(4) 车企数据闭环的需要。根据工信部新车申报目录, 比亚迪汉、唐为代表的王朝系列车型, 在“选装后视镜底座”显示搭载有三目摄像头方案, 我们认为代表其将在20万元以内车型将逐步搭载中阶智驾方案。此外, 随着更多车企进一步加入, 2025年中阶智驾将进入高速成长期。

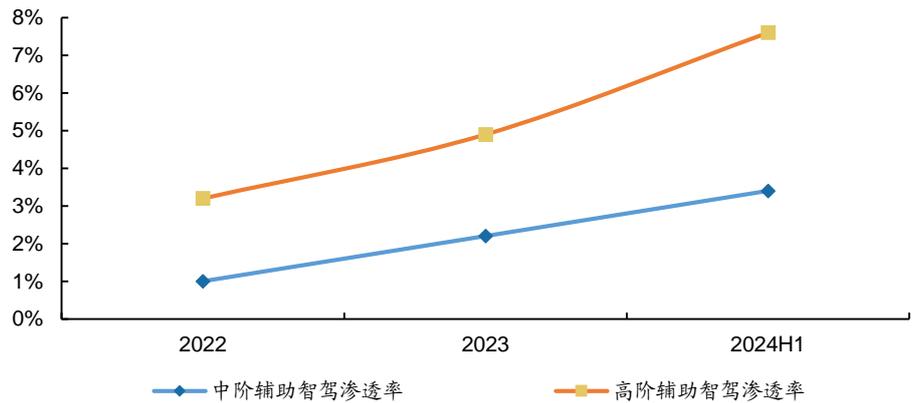
图17: 预计25-26年中阶智驾规模放量



数据来源: 交强险, 中国电动汽车百人会, 广发证券发展研究中心

预计2025年中阶智驾取代低阶智驾方案将加速。高速NOA功能最早在2019年由特斯拉引入国内，各家车企于2022年逐步落地。根据佐思汽研，2024年上半年国内乘用车L2.5级及以上ADAS车型销量渗透率为11.0%，其中，中阶智驾车型销量渗透率为3.4%，高阶辅助驾驶车型销量渗透率为7.6%。根据工信部新车申报目录，比亚迪汉、唐等为代表的王朝系列车型，在“选装后视镜底座”显示搭载有三目摄像头方案，我们认为代表其将在20万元以内车型将逐步搭载中阶智驾方案。此外随着其他车企进一步跟随，2025-2026年中阶智驾取代低阶智驾方案有望加速。

图18: 2022-2024H1国内中高阶辅助智驾渗透率



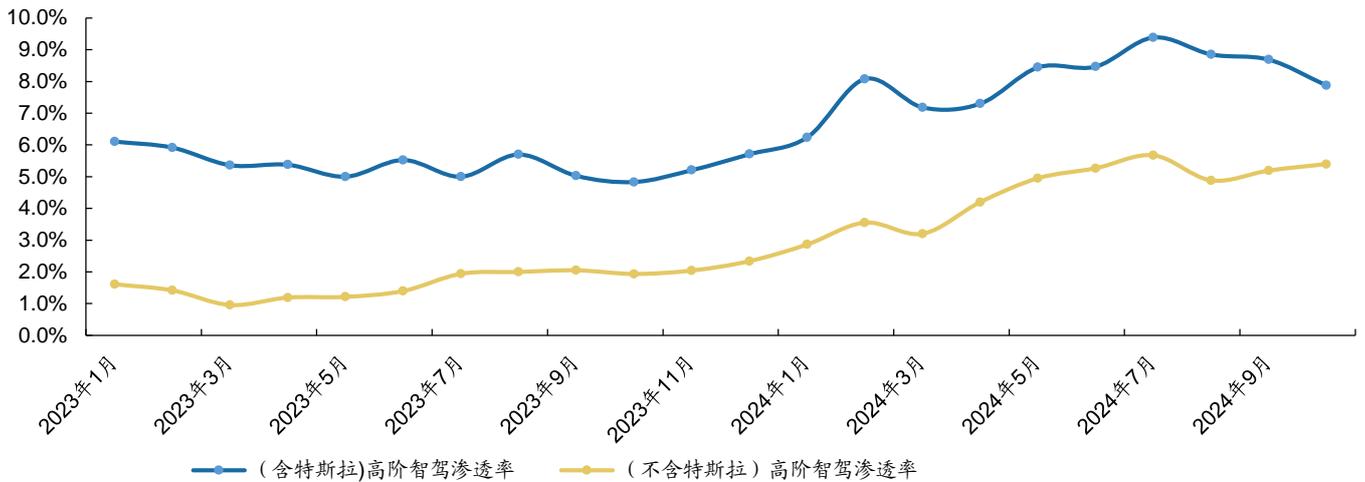
数据来源：佐思汽研，广发证券发展研究中心

注：本处指的中高阶辅助智驾是按照算力分类

高阶辅助智驾进入平价时代，渗透率拐点将至。随着软硬件技术降本推动下，搭载高阶辅助智驾的车型价格带进入20万元以下。24年以前具备高阶辅助智驾水平的车型价格带基本都在25万元以上。一方面随着芯片、传感器等硬件成本快速回落，另一方面软件算法不断进步，带来对硬件数量和参数指标的需求快速下降，具备高阶辅助智驾方案的车型逐步进入到20万元以下价格带。

随着高价智驾车型进入平价时代，渗透率有望加速向上。随着搭载高阶组合辅助智驾的车型价格带逐步下探，渗透率呈现快速提升趋势。我们根据汽车之家和中汽协的数据统计，高阶辅助智驾渗透率从2023年1月的6.1%提升至24年10月的7.6%，同比提升1.5pct，而不含特斯拉的高阶辅助智驾渗透率从2023年1月的1.6%提升到24年10月的5.2%，同比提升3.6pct。23年国内主机厂贡献高阶辅助智驾渗透率的主要为蔚来、理想、小鹏，而到了24年，如问界、吉利、小米、长安等主机厂也成为贡献高阶渗透率的重要力量。随着高阶组合辅助智驾新车型供给不断增加，而成本不断下探，而城区NOA功能体验持续演进为消费者带来好的乘驾体验，渗透率有望加速提升。

图19: 2023年1月以来高阶组合辅助智驾渗透率呈现快速提升趋势



数据来源: 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

注: 高阶辅助智驾指搭载算力高于 200TOPS 的车型和特斯拉

业务发展一、整合多方资源，打造智能汽车解决方案开放平台，进军智能驾驶领域。根据2025年3月2日对外投资公告，吉利汽车和千里科技及其他多家企业共同签订《车BU投资框架协议》，进军智能驾驶领域。首先，千里科技全资子公司和相关产业基金共同设立一个出资额15亿元的千里科技合伙企业。其中，千里科技的全资子公司出资2亿元，重庆两江新区产业基金或其指定关联方出资5亿元，重庆产业母基金出资5亿元，印奇旗下企业重庆江河汇出资3亿元。接下来，千里科技合伙企业拟以15亿元向由吉利或其指定主体、重庆迈驰、路特斯或其指定主体及员工激励平台共同投资设立的千里智驾有限公司进行增资。且在增资前，千里智驾由吉利或其指定主体、重庆迈驰、路特斯或其指定主体向其注入智驾相关的研发技术、数据、人员等优质资产资源并提供相关的业务支持。

图20: 成立千里智驾科技公司，进军智能驾驶领域



数据来源: 25年3月对外投资公告, 广发证券发展研究中心

公司通过合资公司重庆千里智驾科技，整合车企、旷视、地方政府等多方资源，打造智能汽车全栈解决方案开放平台。2025年3月，公司与吉利深度合作，正式发布“千里浩瀚”智驾系统。“千里浩瀚”规划H1、H3、H5、H7、H9共5大层级智驾方案，最低标配100TOPS以上算力。其中H1可实现高速NOA和自动泊车APA；H3支

持城区通勤NOA；H5支持E2E大模型，城区无图NOA和车位到车位领航辅助；H7支持VLM和数字先觉网络，以及车位到车位领航辅助，后续还将向VLA演进；H9是首个具有量产落地能力的L3级智能驾驶解决方案。

图21：公司与吉利深度合作，发布千里浩瀚智驾方案



数据来源：盖世汽车，吉利发布会，广发证券发展研究中心

业务发展二、依托曹操出行，布局robotaxi。根据2025年3月3日吉利AI智能科技发布会，吉利汽车宣布搭载“千里浩瀚”Robotaxi解决方案的车辆，通过曹操智行自动驾驶平台在苏州、杭州两地开启示范运营。曹操出行于2015年成立，其网约车服务已覆盖全国上百座城市，特别是在29个核心城市，曹操出行部署了超过33,000辆新能源定制车辆。根据曹操出行官网，曹操智行计划于2026年推出兼顾成本与体验的完全定制Robotaxi车型。

四、盈利预测和投资建议

公司聚焦“AI+车”核心战略方向，实施“双轮驱动，双化牵引”的战略路径，推动业务转型，重塑新时代的核心竞争力。**主营业务核心假设：**

(1) 乘用车业务：公司面向C端和B端客户，通过拓展多元补能边界，重点推进“可充可换可增程”技术体系，满足不同用户补能需求，业务营收保持快速增长。我们预计25-27年乘用车业务收入分别为50.9/62.1/76.3亿元，同比+20.7%/+22.0%/+22.9%，随着规模效益逐步体现，毛利率逐步提升，预计25-27年毛利率分别为6%、7%、8%。

(2) 摩托车业务：公司通过力帆品牌巩固传统摩托车产业优势，派方品牌开拓高端摩托车智能出行市场，以“规模化、智能化、国际化”为战略主线，考虑竞争格局叫积累，整体业务营收保持相对稳定。我们预计25-27年摩托车业务收入分别为22.5/23.6/24.8亿元，同比+5.0%/+5.0%/+5.0%，毛利率也整体保持稳定，预计25-27年分别为12.2%、12.2%、12.2%。

(3) 内燃机业务：假设保持小个位数增长，预计25-27年内燃机业务收入分别为4.6/4.9/5.2亿元，同比+7.0%/+7.0%/+7.0%，毛利率也整体保持稳定，预计25-27年分别为21.0%、21.0%、21.0%。

(4) 科技业务：受益汽车智能化带来智能汽车渗透率提升，公司整合多方资源，打造智能汽车解决方案开放平台（含智能座舱和智能驾驶），进军智能驾驶领域；并前瞻布局robotaxi领域。该业务收入有望快速增长，预计公司25-27年智驾网联业务实现收入2.0、6.0、15.0亿元；随着收入规模逐渐扩大，毛利率有望稳步提升，预计25-27年毛利率分别为20%、23%、25%。

表2：公司业务拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
乘用车及配件/百万元	5791.1	3733.8	4217.0	5091.2	6212.1	7632.6
yoy		-35.5%	12.9%	20.7%	22.0%	22.9%
毛利/百万元	301.7	-82.1	183.9	305.5	434.8	610.6
毛利率	5.2%	-2.2%	4.4%	6.0%	7.0%	8.0%
摩托车整车及配件/百万元	2125.8	2033.0	2140.0	2247.0	2359.4	2477.3
yoy		-4.4%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利/百万元	260.0	259.0	258.9	274.1	287.8	302.2
毛利率	12.2%	12.7%	12.1%	12.2%	12.2%	12.2%
内燃机及配件/百万元	337.9	400.3	428.0	458.0	490.0	524.3
yoy		18.5%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
毛利/百万元	65.2	76.2	90.1	96.2	102.9	110.1
毛利率	19.3%	19.1%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
科技业务/百万元				200.0	600.0	1500.0
yoy					200.0%	150.0%
毛利/百万元				40.0	138.0	375.0
毛利率				20.0%	23.0%	25.0%

营收合计/百万元	8654.2	6768.3	7035.0	8246.1	9911.4	12384.3
yoy		-21.8%	3.9%	17.2%	20.2%	24.9%
毛利合计/百万元	765.0	402.7	632.6	815.3	1063.1	1497.4
毛利率	8.8%	6.0%	9.0%	9.9%	10.7%	12.1%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

在汽车智能化领域，上市公司有知行科技、速腾聚创、黑芝麻智能等。知行科技是一家自动驾驶解决方案提供商，专注于自动驾驶域控制器，为OEM开发L2级至L4级自动驾驶解决方案；黑芝麻智能是车规级智能汽车计算SoC及基于SoC的解决方案供应商；速腾聚创是一家为机器人和汽车激光雷达及感知解决方案提供商。由于技术壁垒和竞争格局，芯片和激光雷达好于智驾域控制，因此速腾聚创和黑芝麻智能估值明显高于知行科技。而激光雷达主要用于高阶辅助驾驶，计算SOC面向高中低阶智驾，因此计算SOC市场更为广阔，黑芝麻智能享有一定的估值溢价。与可比公司相比，公司聚焦“AI+车”核心战略，布局终端业务和科技业务，依托AI算法能力，提供智能汽车解决方案（含座舱和智驾），并前瞻布局robotaxi领域，加速转型，我们认为公司具有良好的发展前景。

我们预计公司25-27年收入为82.5/99.1/123.8亿元，考虑公司尚处于业务转型投入期，采用PS估值，参考可比公司估值25年PS在1.6-12.7X之间，结合历史估值，我们给予公司25年6XPS，对应合理价值为10.94元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表3: 可比公司估值（2023、2024年对应年末最后一个交易日收盘价，2025、2026年对应2025年4月30日收盘价）

可比公司	营收/亿元				PS/倍			
	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
01274.HK 知行科技	12.2	12.5	20.4	28.8	5.7	2.7	1.6	1.1
02498.HK 速腾聚创	11.2	16.5	27.6	40.6	-	7.9	6.1	4.2
02533.HK 黑芝麻智能	3.1	4.7	8.8	14.6	-	32.0	12.7	7.7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

图22: 公司自2020年以来PS TTM估值变化情况（倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

宏观经济不及预期：汽车行业与宏观经济关联度较高，全球经济和国内宏观经济的周期性波动都将对我国汽车生产和消费带来影响。

智能化渗透率不及预期。高阶辅助智驾行业渗透率仍较低，在整车成本压力较大情况下，若减缓新车型上市节奏或者零部件减配，则会导致产品渗透率不及预期。

技术迭代不及市场的风险：汽车行业新技术加速迭代，电动化、智能化、网联化技术甚至带来行业颠覆性变革，若公司在自身的创新改善、新品开发等方面不达预期，则对公司的经营业绩、核心竞争力和未来发展产生不利影响。

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,530	8,086	8,928	9,804	11,227
货币资金	3,425	3,679	4,053	4,200	4,600
应收及预付	1,417	1,506	1,694	1,981	2,373
存货	2,869	2,267	2,505	2,874	3,395
其他流动资产	820	634	676	749	858
非流动资产	13,269	13,628	13,833	14,067	14,362
长期股权投资	4,756	5,188	5,188	5,188	5,188
固定资产	1,920	1,910	2,001	2,130	2,291
在建工程	66	33	72	113	149
无形资产	1,901	1,668	1,773	1,858	1,973
其他长期资产	4,626	4,830	4,800	4,779	4,761
资产总计	21,799	21,714	22,761	23,872	25,588
流动负债	7,703	8,508	9,634	11,480	13,142
短期借款	225	617	700	1,159	829
应付及预收	4,921	5,704	6,527	7,603	9,147
其他流动负债	2,557	2,187	2,407	2,718	3,166
非流动负债	2,135	1,540	1,560	946	966
长期借款	1,430	821	841	861	881
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	706	719	719	85	85
负债合计	9,838	10,048	11,195	12,427	14,108
股本	4,572	4,521	4,521	4,521	4,521
资本公积	8,737	8,643	8,643	8,643	8,643
留存收益	-2,400	-2,360	-2,174	-1,940	-1,625
归属母公司股东权益	10,438	10,511	10,698	10,931	11,246
少数股东权益	1,523	1,154	869	514	234
负债和股东权益	21,799	21,714	22,761	23,872	25,588

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,768	7,035	8,246	9,911	12,384
营业成本	6,371	6,403	7,431	8,848	10,887
营业税金及附加	112	104	115	134	161
销售费用	375	338	388	456	557
管理费用	378	289	338	396	483
研发费用	215	407	520	644	842
财务费用	32	75	25	30	29
资产减值损失	-116	-134	-116	-126	-131
公允价值变动收益	11	-96	0	0	0
投资净收益	484	515	536	525	619
营业利润	-327	-251	-126	-169	-45
营业外收支	-32	-36	-37	-27	-17
利润总额	-358	-287	-163	-196	-62
所得税	-96	42	41	41	18
净利润	-262	-329	-204	-237	-80
少数股东损益	-286	-369	-285	-355	-280
归属母公司净利润	24	40	82	118	200
EBITDA	-406	-52	24	39	109
EPS (元)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-239	525	575	63	1,104
净利润	-262	-329	-204	-237	-80
折旧摊销	340	522	569	607	655
营运资金变动	37	500	535	621	934
其它	-353	-168	-325	-928	-405
投资活动现金流	-299	269	-251	-323	-329
资本支出	-453	-369	-787	-846	-945
投资变动	-7	74	0	-2	-3
其他	161	564	536	525	619
筹资活动现金流	-231	-455	50	406	-375
银行借款	-555	-216	103	479	-310
股权融资	356	0	0	0	0
其他	-33	-239	-53	-73	-65
现金净增加额	-757	335	374	147	400
期初现金余额	1,743	986	3,679	4,053	4,200
期末现金余额	986	1,322	4,053	4,200	4,600

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-21.8%	3.9%	17.2%	20.2%	24.9%
营业利润增长	-234.3%	23.1%	49.8%	-33.7%	73.6%
归母净利润增长	-84.3%	65.3%	103.7%	45.1%	69.2%
获利能力					
毛利率	5.9%	9.0%	9.9%	10.7%	12.1%
净利率	-3.9%	-4.7%	-2.5%	-2.4%	-0.6%
ROE	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	1.8%
ROIC	-3.8%	-4.8%	-5.0%	-4.9%	-5.2%
偿债能力					
资产负债率	45.1%	46.3%	49.2%	52.1%	55.1%
净负债比率	82.2%	86.1%	96.8%	108.6%	122.9%
流动比率	1.11	0.95	0.93	0.85	0.85
速动比率	0.73	0.68	0.66	0.60	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.32	0.36	0.42	0.48
应收账款周转率	5.94	5.39	5.62	5.80	6.09
存货周转率	2.36	3.10	3.29	3.45	3.65
每股指标 (元)					
每股收益	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	-0.05	0.12	0.13	0.01	0.24
每股净资产	2.28	2.32	2.37	2.42	2.49
估值比率					
P/E	358.00	765.00	491.41	338.63	200.19
P/B	1.57	3.29	3.74	3.66	3.56
EV/EBITDA	-	-1,608.06	977.67	346.74	

广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去12个月内与黑芝麻智能(02533)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。