

千里科技 (601777)

证券研究报告

2025年05月30日

千里之行，始于 AI

历经两次股权变革，业务转型加速

千里科技(原名力帆科技)1992年成立,成立之初主要经营摩托车发动机,2010年拓展乘用车业务并于上海证券交易所上市。因不能清偿到期债务,公司于2020年破产重组,2021年引入吉利集团及重庆两江基金通过“满江红基金”控股,通过吉利的赋能成立睿蓝汽车,并接入吉利旗下曹操出行的B端用车业务场景,开启新能源转型。2024年,旷视科技创始人印奇入股并担任公司董事长,公司随后更名为千里科技,依托印奇在AI大模型、计算机视觉领域的技术积累,加速向“AI+车”智能化业务转型。

携手吉利,开启智驾新篇章

旷视科技是行业内首个推出“低算力、高功能”智驾方案的AI企业,用现在主流方案1/6-1/5的算力,跑通BEV+Transformer的大规模感知模型,成本仅千元级别。印奇及旷视给力帆科技带来全新的“AI+车”发展理念和科技创新基因。面对智驾平权浪潮,作为公司股东的吉利加速智能化落地,以系统性进阶技术——“千里浩瀚”五级智驾方案为核心,加上“星睿智算中心2.0”平台,构建起全栈技术生态。2025年公司携手两江、吉利成立了千里科技,其核心业务包括终端业务与科技业务两大板块,其中终端业务覆盖摩托车、汽车领域,形成多元化产品矩阵;科技业务聚焦研发行业领先的智能驾驶和智能座舱解决方案,打造AI智行开放平台。在智驾行业激烈竞争中,千里科技依托印奇团队在AI算法领域的深厚积累、重庆政府通过两江产业基金等提供的资本与政策支持,以及吉利旗下曹操出行提供的丰富出行场景与定制车需求,形成全链条优势,打破传统合作模式,构建起差异化的“AI+车”生态闭环,有望在智能驾驶赛道实现规模化突破。

携手曹操出行,共同布局 robotaxi 赛道

曹操出行作为吉利孵化的网约车平台,2024年市场份额居行业第二。2025年2月,曹操出行上线“曹操智行”自动驾驶平台,在苏州、杭州启动Robotaxi试点,融合换电技术与车路云协同设计,标志着其在国内自动驾驶商业化进程迈出关键一步。千里科技通过睿蓝汽车与曹操出行达成深度合作,联合开发枫叶80V等定制车型,并依托“千里浩瀚”智驾系统为其Robotaxi提供技术支持,以满足曹操出行对高效补能及降低运营成本的需求,携手布局robotaxi赛道。

投资建议: 预计公司2025-2027年实现归母净利润分别为0.81/1.33/2.36亿元,同比+101.2%/64.6%/78.4%。看好公司在印奇入股后,依靠其在AI领域的全面赋能对公司向“AI+车”领域的转型加速。参考可比公司情况,考虑到公司尚处于转型初期,给予千里科技2025年6XPS,目标市值500亿元,空间33.6%,对应目标价11.06元。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 新车放量不及预期;经营合作不及预期;智驾技术迭代风险;行业政策风险等;跨市场选取可选标的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,768.34	7,035.19	8,332.59	10,022.52	12,436.08
增长率(%)	(21.79)	3.94	18.44	20.28	24.08
EBITDA(百万元)	474.49	966.57	966.23	1,048.71	1,167.81
归属母公司净利润(百万元)	24.21	40.02	80.51	132.51	236.36
增长率(%)	(84.35)	65.28	101.19	64.59	78.36
EPS(元/股)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.05
市盈率(P/E)	1,563.35	935.46	464.96	282.50	158.38
市净率(P/B)	3.63	3.56	3.59	3.53	3.45
市销率(P/S)	5.59	5.32	4.49	3.74	3.01
EV/EBITDA	26.38	31.03	33.45	30.06	25.55

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/摩托车及其他
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	8.28元
目标价格	11.06元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,521.10
流通A股股本(百万股)	4,521.10
A股总市值(百万元)	37,434.71
流通A股市值(百万元)	37,434.71
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	44.84
一年内最高/最低(元)	10.50/2.73

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

谢坤 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120002
xiegun@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

内容目录

1. 管理层变革落地，战略转型成效初显.....	3
1.1. 从力帆到千里的转型升级之路.....	3
1.2. 两次重组，开启 AI 转型之路.....	3
1.3. 主业稳健经营，管理效率提升.....	4
2. 印奇入股，“AI+车”战略全面启动.....	5
2.1. 参股千里智驾，携手吉利布局 AI 智驾.....	5
2.2. 携手曹操出行，共同布局 robotaxi 赛道.....	7
2.3. 聚焦大模型能力，拓展智能座舱布局.....	9
3. 盈利预测和估值分析.....	10
3.1. 盈利预测.....	10
3.2. 估值分析.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

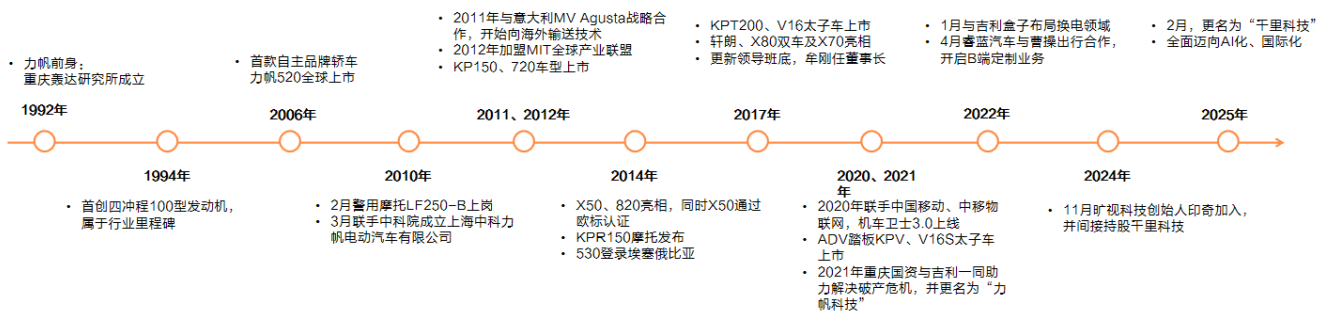
图 1: 千里科技发展历程.....	3
图 2: 千里科技股权架构演变图（2020 年至 2025 年 4 月 29 日）.....	3
图 3: 千里科技营业收入（亿元）.....	4
图 4: 千里科技净利润（亿元）.....	4
图 5: 千里科技及其业务毛利率、净利率（%）.....	4
图 6: 各项费用支出（亿元）.....	4
图 7: 千里科技历年费用率（%）.....	5
图 8: 千里浩瀚智驾方案.....	6
图 9: 城市 NOA 在不同价格带国内乘用车的渗透率.....	6
图 10: 比亚迪开启全民智驾.....	6
图 11: 2024 年按 GTV 计，国内共享出行平台市占率.....	7
图 12: 国内共享出行市场规模.....	7
图 13: 曹操出行携手吉利生态.....	7
图 14: Robotaxi 市场规模.....	8
图 15: 阶跃星辰、千里科技、吉利战略合作.....	9
图 16: 千里科技 AI+车战略模式.....	9
表 1: 千里智驾股权结构.....	5
表 2: 智能驾驶政策梳理.....	6
表 3: 分项目收入及毛利率预测.....	10
表 4: 可比公司估值.....	10

1. 管理层变革落地，战略转型成效初显

1.1. 从力帆到千里的转型升级之路

千里科技前身为力帆科技（集团）股份有限公司。1994 年公司推出首款 100 型发动机，奠定了其在行业内的技术基础。2010 年，公司陆续推出 LF250-B 摩托车，并将乘用车出口至俄罗斯，同年 11 月在上海证券交易所成功上市，迈出资本化发展关键一步。2011 年开始逐步拓展海外市场，推出 KP150 与 720 车型，不断推进国际化。2014 年，X50 与 820 上市，产品矩阵不断丰富，530 轻量车型也在埃塞俄比亚上市揭幕。2017 年起，企业在新能源与动力系统方面持续升级，推出 KPT200、V16 等多款新车型，技术水平稳步提升。2020 至 2021 年，伴随着重庆政府及吉利集团的助力，公司深化战略布局，推出 ADV 版 KPV、搭载“机车 3.0”体系的智享版摩托，并更名“力帆科技”。2022 年，力帆科技与吉利控股等企业达成合作，全面进入电驱动与能源服务领域。2024 年 11 月，随着旷视科技创始人印奇的加入，助力企业加速转型升级。2025 年 2 月，公司更名为“千里科技”，进一步向智能化、国际化发展。

图 1：千里科技发展历程



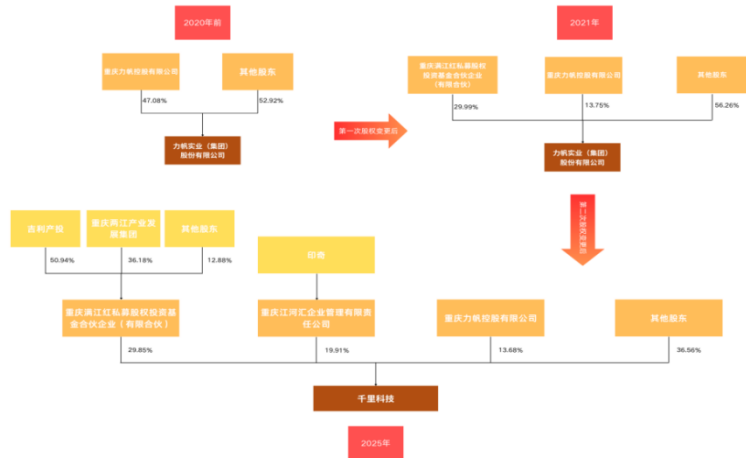
资料来源：重庆两江新区公众号、公司官网等，天风证券研究所

1.2. 两次重组，开启 AI 转型之路

2020 年前，力帆科技的控股股东为力帆控股。但随着 2020 年破产危机的来临。2020 年 12 月，吉利和重庆政府的两江基金共同设立“满江红股权投资基金”，参与力帆科技的重整。该基金在重整后持有力帆科技 29.99% 的股份，成为控股股东。而力帆控股的持股比例从重整前的 47.08% 降低至 13.75%。

2024 年 7 月 1 日，满江红基金的有限合伙人重庆两江新区产业发展集团有限公司、嘉兴聚力展业叁号股权投资合伙企业（有限合伙）与浙江吉利产投控股有限公司签署《财产份额转让协议》，分别向吉利产投转让其所持有的满江红基金 12.8195%、8.1805% 的财产份额。同日，满江红基金的有限合伙人重庆江河汇企业管理有限责任公司、重庆汇礼一号企业管理合伙企业（有限合伙）、重庆汇礼二号企业管理合伙企业（有限合伙）也与吉利产投签署协议，将其持有的全部满江红基金财产份额合计约 29.9387% 转让给吉利产投。同时，江河汇的控股股东吉利科技集团有限公司与重庆江河顺遂企业管理有限公司签署《股权转让协议》，以 24.3 亿元的价格向江河顺遂转让其持有的江河汇 100% 股权，从而间接转让江河汇所持有的力帆科技 19.91% 的股份。此次权益变动后，吉利产投成为满江红基金的单一最大有限合伙人，持 50.9387% 份额。

图 2：千里科技股权架构演变图（2020 年至 2025 年 4 月 29 日）

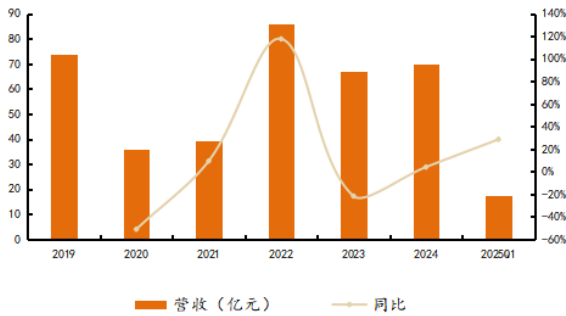


资料来源：上海证券交易所，iFind，天风证券研究所

1.3. 主业稳健经营，管理效率提升

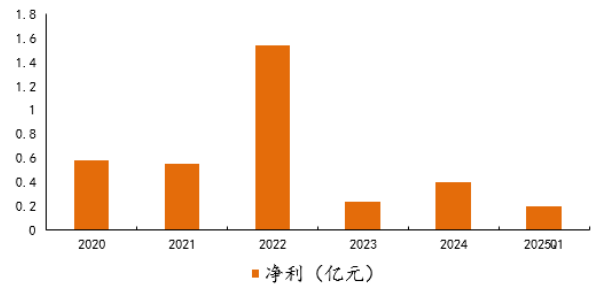
2024 年公司实现营收 70.35 亿元，同比增长 3.94%，增速大幅高于 2023 年；实现净利润 0.4 亿元，同比增长 65.28%。2025 第一季度实现营收 18.07 亿元，同比增加 28.47%；实现净利润 0.2 亿元，同比增长 29.82%。

图 3：千里科技营业收入（亿元）



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 4：千里科技净利润（亿元）

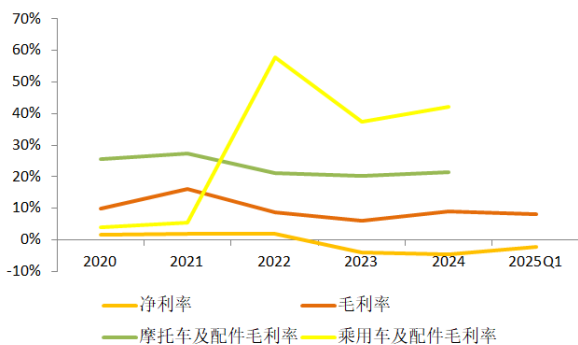


资料来源：iFind，天风证券研究所

2024 年公司实现毛利率 8.99%，净利率-4.68%，毛利率同比显著增加，净利率同比基本持平。而摩托车业务毛利率保持不变，乘用车业务毛利率在 22 年-24 年间先下降，后回升向上，这源于公司不断将自己业务重点转向乘用车业务。

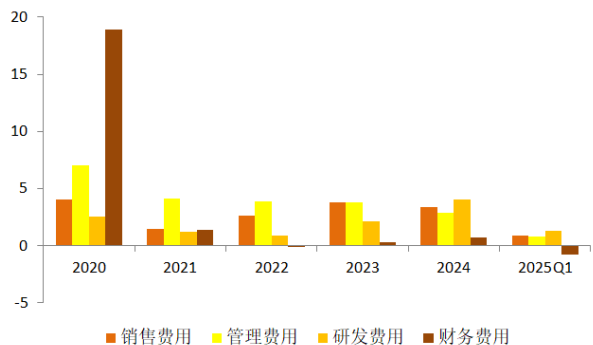
2023 年下半年以来，公司费用率（不含研发）持续走低。目前维持在公司上市以来的最低水平附近。2025Q1 公司研发费用率为 7.42%，销售费用率及管理费用率分别为 4.76%、4.26%。

图 5：千里科技及其业务毛利率、净利率（%）



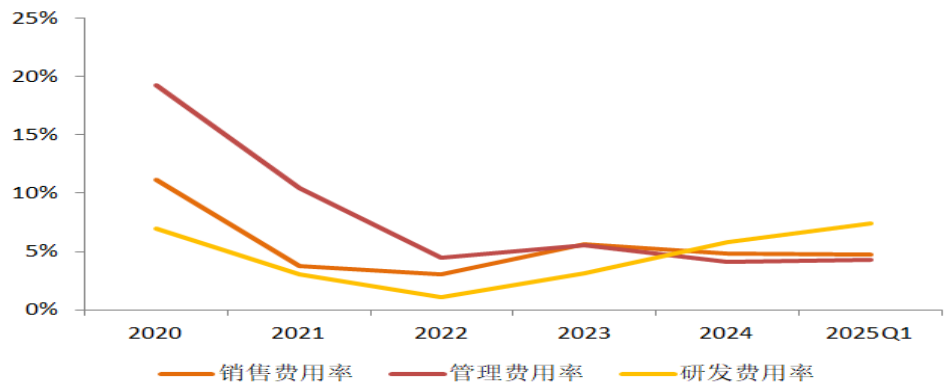
资料来源：iFind，天风证券研究所

图 6：各项费用支出（亿元）



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 7：千里科技历年费用率（%）



资料来源：iFind，天风证券研究所

2. 印奇入股，“AI+车”战略全面启动

2.1. 参股千里智驾，携手吉利布局 AI 智驾

联合多方投资，布局智能驾驶领域。2025 年 3 月，千里科技发布公告称，拟与两江产业基金、重庆产业母基金、江河汇、吉利、重庆迈驰、路特斯等签署《车 BU 投资框架协议》，由公司全资子公司作为普通合伙人，与相关方共同出资 15 亿元设立“千里科技合伙企业”。该合伙企业后续将以 15 亿元现金向“重庆千里智驾科技有限公司”进行增资。

千里智驾由吉利、重庆迈驰、路特斯等发起设立，增资前已由各方注入智能驾驶相关核心资产，包括研发技术、数据资源和人才团队。增资完成后，千里智驾的注册资本将达 2 亿元，千里科技合伙企业将持有千里智驾 30% 股权，吉利与重庆迈驰各持股 30%，路特斯与员工激励平台各持股 5%。通过本次协同合作，千里智驾将整合各方在智能驾驶技术、研发资源、资金及产业资源等方面的优势，发挥更大协同效应，提升研发效率并降低成本，加速构建智能驾驶技术的产业领先优势。通过本次投资，千里科技也将借助重庆迈驰、吉利与路特斯在智能驾驶领域的深厚积累，快速切入该领域，进一步增强技术实力，构建“AI+车”共荣生态圈，符合公司战略方向，并对推进智能驾驶及智能座舱的深度布局具有重要意义。

表 1：千里智驾股权结构

股东	出资比例（四舍五入到整数）
千里科技合伙企业	30%
吉利（或其指定主体）	30%
重庆迈驰	30%
路特斯（或其指定主体）	5%
员工激励平台	5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

吉利与千里科技联合发布“千里浩瀚”智驾系统。3 月 3 日晚，吉利汽车正式发布了统一的智驾解决方案——千里浩瀚。吉利银河未来的全新产品都将搭载千里浩瀚系统，实现智驾平权与安全平权。该系统由吉利与千里科技联合打造，分为 H1 至 H9 共 5 个层级，涵盖从 L2 辅助驾驶到 L3 全场景自动驾驶功能，未来银河品牌全新及改款产品都将搭载千里浩瀚不同层级的智驾方案，公司也发布了星睿智算中心 2.0，综合算力达到 23.5EFLOPS。千里科技作为吉利的重要合作伙伴，凭借其在 AI 大模型和自动驾驶算法方面的技术优势，主导了“千里浩瀚”系统的研发。双方还联合成立了智能驾驶合资公司，构建了“车企+AI

科技企业+地方政府资本”的生态共生平台，打破传统主机厂与 Tier1 供应商的线性合作模式，推动智能驾驶技术的产业化和规模化落地。

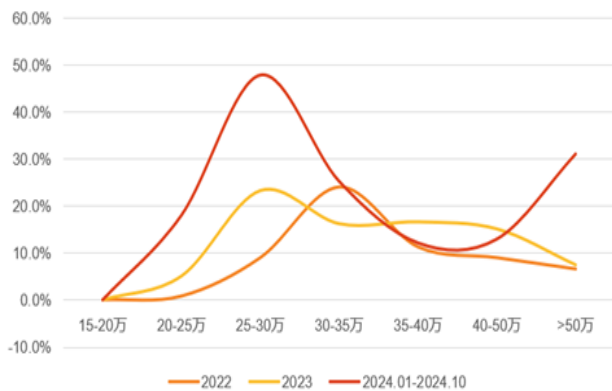
图 8：千里浩瀚智驾方案



资料来源：吉利汽车集团公众号，天风证券研究所

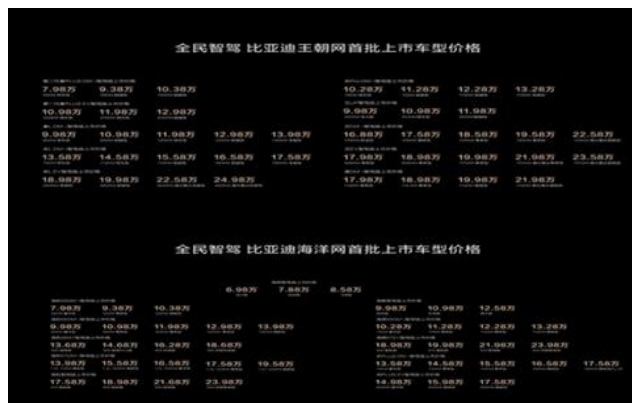
全民智驾快速渗透中国汽车市场。2024 年被称为“城市 NOA 元年”，中国汽车市场迎来智能化加速增长。2025 年 2 月 10 日，比亚迪举办智能化战略发布会，重磅发布全民智驾战略。将高阶智驾技术（DiPilot）下放至全系车型，覆盖 7 万~20 万元各价位，包括价格亲民的海鸥，推动“智驾平权”落地，引领汽车行业智能化变革。接下来，传统入门级 L2 级 ADAS 市场将进入高速 NOA 的升级替换周期，未来高速 NOA 将有望在 10-20 万元区间车型上实现标配，25-30 万元区间成为智能化普及的主战场，25-30 万元区间成为智能化普及的主战场。新能源车型渗透率已突破 50%。

图 9：城市 NOA 在不同价格带国内乘用车的渗透率



资料来源：佐思汽车研究，天风证券研究所

图 10：比亚迪开启全民智驾



资料来源：比亚迪官网，天风证券研究所

政策端通过顶层设计、标准完善与试点推进，持续赋能智能驾驶发展。从技术路线图明确渗透率目标，到标准体系构建自动驾驶分级与安全规范，再到“车路云一体化”试点加速场景落地，政策多措并举推动 L3 级以上技术商业化。地方立法同步突破，助力智驾从“技术验证”迈向“规模应用”。

表 2：智能驾驶政策梳理

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 PA 级和 CA 级汽车销量要占当年销量的 50% 以上，到 2030 年要超过 70%。2035 年，各类网联式高度自动驾驶车辆将广泛运行于我国广大地区。
2021.3	交通运输部、工信部等	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》	建立支撑车联网应用和产业发展的智能交通相关标准体系，分阶段出台一批关键性、基础性智能交通标准。
2023.7	工业和信息化部	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	到 2025 年，形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功

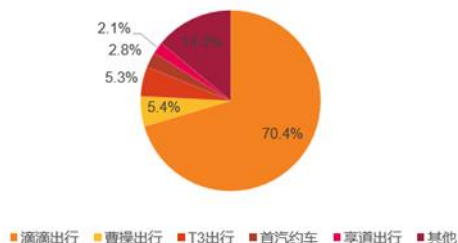
	部、国家标准化 管理委员会	设指南(智能网联汽车)》(2023 版)	能的智能网联汽车标准体系,到2030年,全面形成能够支撑实现单车智能和网联赋能协同发展的智能网联汽车标准体系。
2023.11	工信部等	《关于开展智能网联汽车准入 和上路通行试点工作的通知》	通过开展试点工作为搭载L3级及以上自动驾驶功能的智能网联汽车量产工作提供支持,梳理提炼可复制、可推广的试点成果,支持进一步推广应用。
2024.1	工信部等	《关于开展智能网联汽车“车路 云一体化”应用试点工作通知》	探索基于“车、路、网、云、图”高效协同的自动驾驶、智能交通等多场景应用,通过建设智能化路侧基础设施、提升车载终端装配率、建立城市级服务管理平台、开展规模化示范应用等措施,助力加速技术突破与产业化进程。
2025.4	工信部	2025年汽车标准化工作要点	推动自动驾驶设计运行条件、自动泊车、仿真测试等标准实施,加快L3/L4级安全强制性国家标准研制。

资料来源:国家智能网联汽车创新中心、交通运输部、工业和信息化部、国家标准化管理委员会、天风证券研究所

2.2. 携手曹操出行, 共同布局 robotaxi 赛道

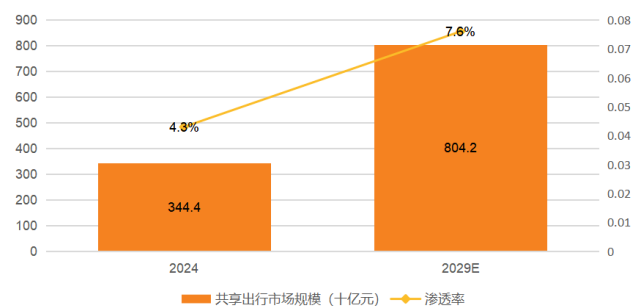
吉利旗下曹操出行稳居国内网约车平台 TOP3。曹操出行是一家由吉利集团孵化的网约车平台。2023年,其GTV(Gross Transaction Value, 总交易额)达122亿元,同比增长37.5%;2024年进一步增长至170亿元,增速达38.8%。根据弗若斯特沙利文的资料,按GTV计算,曹操出行过去三年均一直位列中国网约车平台前三名,其中2024年的市场份额进一步提升至行业第二。2023年Q4至2024年Q4,第三方全国调研显示,曹操出行获评共享出行行业“服务口碑最佳”,用户认可度稳居第一。

图 11: 2024 年按 GTV 计, 国内共享出行平台市占率



资料来源:曹操出行招股书,弗若斯特沙利文,天风证券研究所

图 12: 国内共享出行市场规模



资料来源:曹操出行招股书,弗若斯特沙利文等,天风证券研究所

抓住未来市场机遇,推进 Robotaxi 服务商业化。2025年2月28日,曹操出行正式上线其自动驾驶平台“曹操智行”,并在苏州和杭州两地启动 Robotaxi 服务试点。通过整合吉利控股集团在整车制造、智能驾驶技术研发及供应链管理方面的深厚积累,曹操出行形成了“定制车+自动驾驶技术+出行平台”的闭环生态,实现 Robotaxi 三要素(AI+制造+运营)的完全打通。

曹操出行在定制车领域的深度布局,构成了其在网约车及未来 Robotaxi 市场竞争中的核心优势之一。公司与吉利集团紧密合作,深度参与定制车型的设计、开发、部署与运营,打造了专为共享出行场景优化的智能电动车队。截至2024年12月31日,曹操出行已在全国31个城市部署超过34,000辆定制车,其中包括超过18,000辆枫叶80V和超过16,000辆曹操60,成为网约车平台上规模最大的定制车队。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%,实现了规模与口碑快速增长,在有人驾驶网约车领域验证了这一路径的正确性。

图 13: 曹操出行携手吉利生态

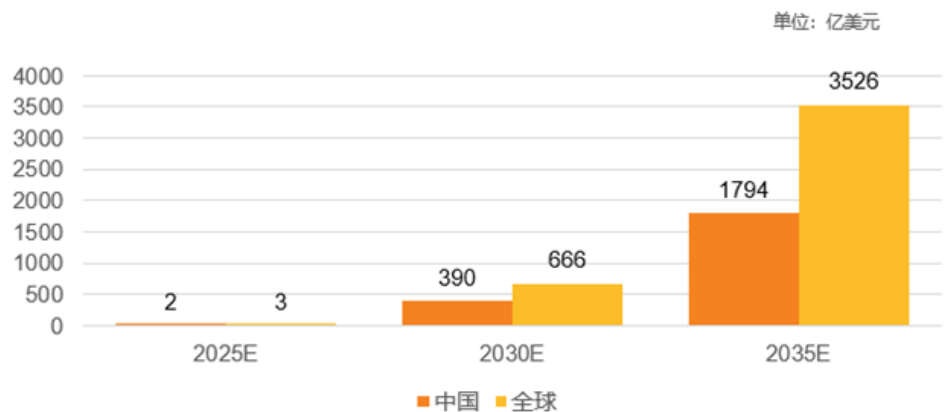


资料来源：曹操出行招股书，天风证券研究所

在中国，Robotaxi 行业正经历着快速的发展与变革。凭借庞大的市场基础、密集的人口分布以及政府对新技术的大力支持，中国已经成为全球 Robotaxi 发展的前沿阵地之一。随着研发投资的不断增加和技术的进步，根据 2024 年中国 Robotaxi 行业深度研究报告预测，最早在 2026 年，中国将启动自动驾驶出租车的大规模商业部署，涵盖完全无人驾驶及配备安全驾驶员的车辆运营。到 2035 年，得益于生产能力的提升和成本效益的优化，Robotaxi 在中国的市场规模有望达到 1794 亿美元，并成为全球最大的 Robotaxi 服务市场。技术层面，Robotaxi 采用了多传感器融合、端到端大模型、高算力控制器等先进方案，同时推动整车 EE 架构向前装转变，并强调车路云协同的重要性，旨在构建全方位的智能交通生态系统。

在全球范围内，Robotaxi 的商业化探索已成为自动驾驶领域的重点发展方向之一。据弗若斯特沙利文（Frost&Sullivan）预测，在技术进步、扶持政策 and 硬件成本下降的推动下，Robotaxi 全球市场规模在 2025 年预计将达到 2.9 亿美元，到 2030 年进一步达到 666 亿美元，2035 年将达到 3526 亿美元。

图 14：Robotaxi 市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

吉利与千里科技共推‘千里浩瀚’，曹操出行 Robotaxi 示范运营正式启动。3 月 3 日，在吉利 AI 智能科技发布会上，吉利汽车正式发布了“千里浩瀚”安全高阶智驾系统，此系统是由吉利与千里科技（原力帆科技）联合打造而成，代表了双方在智能驾驶领域的深度合作和技术融合。该系统与曹操出行深度联动，首批搭载该技术的领克 Z10 改制车型已在苏州、杭州启动 Robotaxi 示范运营，标志着国内自动驾驶商业化进程迈出关键一步。

睿蓝汽车与曹操出行携手推进换电生态，联合开发定制化车型。睿蓝汽车作为吉利汽车与千里科技（前身为力帆科技）共同投资设立的合资公司，致力于“人-车-站-云”多端协同的全链路换电生态布局。2022 年 4 月 13 日，睿蓝汽车与曹操出行正式签署中长期战略合作协议，双方将聚焦 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，如枫叶 80V 及曹操 60，以满足曹操出行对高效补能及降低运营成本的需求。

2.3. 聚焦大模型能力，拓展智能座舱布局

随着 AI 大模型的不断演进，智能座舱将成为汽车智能化的下一个赛点，千里科技正在瞄准技术迭代的机遇，不断深化产业布局。千里科技在智能座舱领域聚焦认知智能突破，通过融合多模态大模型与端到端语音交互技术，打造具备情感化交互能力的 NaturalUI 智能座舱系统，重构人车交互范式。1) **合作开发智能座舱解决方案**。千里科技携手阶跃星辰等合作伙伴，基于大模型原生操作系统“AgentOS”开发下一代智能座舱解决方案，实现动态场景感知与上下文理解，支持自然语义交互、情境化服务推荐等创新功能。2) **融入三方技术合作**。与阶跃星辰、吉利汽车集团形成“阶跃星辰+千里科技+吉利”三方技术合作关系，依托吉利在整车制造、智算平台、卫星网络等领域的基建优势，结合千里科技的产品创新能力与阶跃星辰的大模型技术积累，联合构建“AI+车”的全链路、全要素的创新体系，共同推动汽车智能化向深度协同演进。

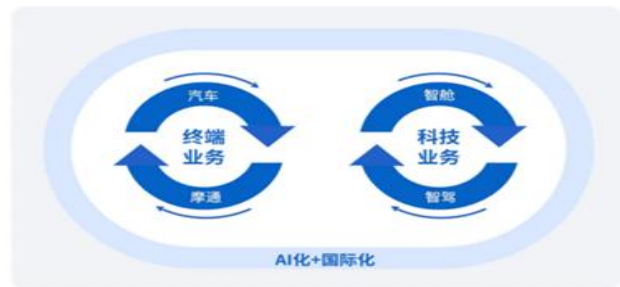
图 15：阶跃星辰、千里科技、吉利战略合作



资料来源：千里科技集团公众号，天风证券研究所

图 16：千里科技 AI+车战略模式

双轮驱动+双化牵引 “AI+车”战略布局加速



资料来源：千里科技集团公众号，天风证券研究所

随着智能驾驶技术与 AI 大模型的深度融合，智能座舱正从单一功能叠加向多模态交互、情感化服务及场景化体验升级。根据中国消费品质量安全促进会联合中国汽车技术研究中心等机构发布的汽车行业研究数据，2025 年中国新车智能座舱渗透率已突破 73%，成为用户购车核心决策要素之一。未来发展将聚焦于如何通过跨域融合技术提升人机协同效率、通过场景化需求驱动软硬一体创新，以及通过软硬协同创新驱动产业链升级。

技术层面，AI 大模型加速上车推动座舱交互模式革新。座舱芯片正朝着更高的算力、集成度和系统级能力发展。单芯片集成度持续增加，多核、高算力的 SoC 和 MCU 成为主流。未来的竞争焦点将不仅仅是单核性能，更是面向 AI 应用的高能效异构计算、极致的图形渲染与多屏交互能力、AI 能力的深度集成与易用性以及高等级的信息安全。语音助手从被动响应转向主动服务，支持自然语义理解与长期记忆学习；AR-HUD、多屏联动等显示技术渗透率快速提升（2024 年 AR-HUD 市场份额增至 28%），结合多模态感知技术，座舱逐步实现虚实融合的沉浸式体验。随着汽车电子电气架构向跨域融合和中央集中式演进，芯片企业的角色也在转变，需要更深入地参与整车企业的产品定义和早期研发，成为整车企业的“技术赋能伙伴”，共同构建高效融合的汽车软硬件体系。

3. 盈利预测和估值分析

3.1. 盈利预测

营业收入：公司收入主要由乘用车、摩托车、内燃机和其他主营业务构成。分业务来看：1) 乘用车业务受益于车型改款、新产品推出、海外市场拓展，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5402/6975/9266 百万元，同比+28.1%/29.1%/32.9%；2) 摩托车业务受益于出海有望保持平稳增长，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2203/2271/2339 百万元，同比+2.95%/3.06%/3.02%；3) 内燃机业务受益于海外渠道拓展，预计 2025-2027 年营业收入分别为 457/484/513 百万元，同比+6.7%/5.8%/6.0%；4) 其他业务：伴随着公司主业放量，扭转下滑趋势，预计 2025-2027 年收入 271/293/319 百万元，同比+8.4%/8.5%/8.5%。预计公司 2025-2027 年总营业收入分别 8,333/10,023/12,436 百万元，同比+18.4%/+20.3%/+24.1%。

毛利率：伴随着公司规模化效应下毛利率稳定向上，预计 2025-2027 年毛利率分别为 9.99%/10.66%/11.08%。

表 3：分项目收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乘用车营收 (百万元)	3,734	4,217	5,402	6,975	9,266
同比	-35.52%	12.95%	28.09%	29.12%	32.85%
毛利率	-2.20%	4.36%	6.50%	8.00%	9.00%
摩托车营收 (百万元)	2,033	2,140	2,203	2,271	2,339
同比	-4.37%	5.27%	2.95%	3.06%	3.02%
毛利率	12.74%	12.10%	12.50%	12.70%	13.00%
内燃机 (百万元)	400	428	457	484	513
同比	18.46%	6.97%	6.70%	5.84%	6.00%
毛利率	19.05%	21.04%	21.50%	21.70%	21.90%
其他业务 (百万元)	601	250	271	293	319
同比	50.52%	-58.50%	8.43%	8.48%	8.52%
毛利率	24.84%	39.93%	39.82%	39.98%	40.15%
合计营收 (百万元)	6,768	7,035	8,333	10,023	12,436
同比	-21.79%	3.94%	18.44%	20.28%	24.08%
毛利率	5.95%	8.99%	9.99%	10.66%	11.08%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 估值分析

考虑到公司背靠曹操出行和吉利加速向“AI+车”战略转型，战略性布局智驾、robotaxi 业务，我们选择智驾和 robotaxi 的代表公司小马智行（美股）、地平线机器人-W（H 股）作为可比公司。可比公司对应 2025、2026 年平均 PS 分别为 49.8、31.9 倍。

表 4：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
9660.HK	地平线机器人-W	861	23.84	35.35	55.79	36.1	24.4	15.4
PONY.O	小马智行	438	5.39	5.82	9.07	81.2	75.2	48.3
	平均值					58.7	49.8	31.9
601777.SH	千里科技	374	70	83	100	5.3	4.5	3.7

资料来源：wind，天风证券研究所，市值为 5 月 30 日数据

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 0.81/1.33/2.36 亿元，同比 +101.2%/64.6%/78.4%。看好公司在印奇入股后，依靠其在 AI 领域的全面赋能对公司向“AI+车”领域的转型加速，已经依托于吉利等实现智驾软硬件的全面布局。参考可比公司情况，考虑到公司尚处于转型初期，给与千里科技 2025 年 6XPS，目标市值 500 亿元，空间 33.6%，对应目标价 11.06 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) 新车放量不及预期：市场竞争格局加剧，存在公司新车放量不及预期的风险。
- 2) 经营合作不及预期：公司领导层和业务层面尚处于融合进展的初期，面临着多方合作和内部管理整合的问题，存在业务&管理团队整合不及预期的风险，从而影响新业务的落地进展。
- 3) 智驾技术迭代风险：当前高阶智驾大模型尚处于布局的初期，存在行业的技术路线、和技术变革的不确定性，对公司当前的技术路线推进有冲击的负面影响。
- 4) 行业政策风险：智驾的行业发展需要政策的跟随及支持，存在舆论&技术风险下，政策推进和支持力度不及预期的风险。
- 5) 跨市场选取可选标的风险：由于选取可比公司为港美股标的，因此存在不同市场的风格偏好、估值预期的偏离度等风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,424.70	3,679.40	4,444.28	5,494.24	7,553.16	营业收入	6,768.34	7,035.19	8,332.59	10,022.52	12,436.08
应收票据及应收账款	1,400.26	1,486.51	1,291.02	1,771.42	1,683.05	营业成本	6,365.84	6,402.53	7,500.11	8,953.89	11,057.95
预付账款	16.64	19.36	22.30	27.44	33.99	营业税金及附加	112.10	104.21	116.66	135.30	155.45
存货	2,868.60	2,266.95	2,733.12	2,738.70	3,404.61	销售费用	380.34	337.82	374.97	440.99	509.88
其他	820.08	633.53	727.31	641.53	743.45	管理费用	378.07	288.95	316.64	360.81	429.04
流动资产合计	8,530.28	8,085.76	9,218.04	10,673.34	13,418.26	研发费用	214.78	406.58	266.64	312.70	373.08
长期股权投资	4,755.77	5,187.77	5,637.77	6,087.77	6,537.77	财务费用	32.34	74.51	20.37	16.53	3.74
固定资产	1,920.36	1,909.89	1,743.78	1,576.34	1,408.35	资产/信用减值损失	(134.61)	(137.99)	(149.67)	(145.17)	(129.21)
在建工程	65.97	32.94	43.15	52.33	60.60	公允价值变动收益	10.68	(95.59)	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,032.05	2,213.32	2,283.72	2,324.12	2,334.52	投资净收益	483.62	514.72	520.00	510.00	520.00
其他	4,494.64	4,283.98	4,230.85	4,174.12	4,117.39	其他	28.88	47.14	23.52	33.18	34.62
非流动资产合计	13,268.80	13,627.90	13,939.27	14,214.68	14,458.63	营业利润	(326.56)	(251.10)	131.06	200.31	332.33
资产总计	21,799.08	21,713.66	23,157.31	24,888.02	27,876.89	营业外收入	7.15	3.59	4.63	5.12	4.45
短期借款	224.51	617.42	650.00	650.00	650.00	营业外支出	38.70	39.33	33.45	37.16	36.64
应付票据及应付账款	4,895.12	5,678.94	6,821.25	8,101.90	10,328.02	利润总额	(358.11)	(286.84)	102.24	168.27	300.14
其他	2,583.03	2,212.01	2,397.34	2,440.41	2,618.67	所得税	(95.94)	42.06	12.78	21.03	37.52
流动负债合计	7,702.66	8,508.37	9,868.59	11,192.31	13,596.69	净利润	(262.17)	(328.90)	89.46	147.24	262.62
长期借款	1,429.61	820.93	1,000.00	1,200.00	1,500.00	少数股东损益	(286.38)	(368.91)	8.95	14.72	26.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	24.21	40.02	80.51	132.51	236.36
其他	705.64	719.12	711.32	712.02	714.15	每股收益(元)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.05
非流动负债合计	2,135.25	1,540.05	1,711.32	1,912.02	2,214.15						
负债合计	9,837.91	10,048.42	11,579.90	13,104.33	15,810.85	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,522.83	1,153.91	1,162.86	1,177.58	1,203.84	成长能力					
股本	4,571.52	4,521.10	4,521.10	4,521.10	4,521.10	营业收入	-21.79%	3.94%	18.44%	20.28%	24.08%
资本公积	8,737.04	8,642.98	8,642.98	8,642.98	8,642.98	营业利润	-234.31%	-23.11%	-152.19%	52.84%	65.91%
留存收益	(2,400.09)	(2,360.08)	(2,279.57)	(2,147.05)	(1,910.69)	归属于母公司净利润	-84.35%	65.28%	101.19%	64.59%	78.36%
其他	(470.13)	(292.67)	(469.97)	(410.92)	(391.19)	获利能力					
股东权益合计	11,961.17	11,665.24	11,577.40	11,783.69	12,066.04	毛利率	5.95%	8.99%	9.99%	10.66%	11.08%
负债和股东权益总计	21,799.08	21,713.66	23,157.31	24,888.02	27,876.89	净利率	0.36%	0.57%	0.97%	1.32%	1.90%
						ROE	0.23%	0.38%	0.77%	1.25%	2.18%
						ROIC	-2.81%	-3.07%	2.24%	3.58%	6.26%
						偿债能力					
						资产负债率	45.13%	46.28%	50.01%	52.65%	56.72%
						净负债率	-9.37%	-14.25%	-19.39%	-26.43%	-40.47%
						流动比率	1.11	0.95	0.93	0.95	0.99
						速动比率	0.74	0.68	0.66	0.71	0.74
						营运能力					
						应收账款周转率	3.00	4.87	6.00	6.55	7.20
						存货周转率	2.58	2.74	3.33	3.66	4.05
						总资产周转率	0.32	0.32	0.37	0.42	0.47
						每股指标(元)					
						每股收益	0.01	0.01	0.02	0.03	0.05
						每股经营现金流	-0.05	0.12	0.26	0.27	0.48
						每股净资产	2.28	2.32	2.30	2.35	2.40
						估值比率					
						市盈率	1,563.35	935.46	464.96	282.50	158.38
						市净率	3.63	3.56	3.59	3.53	3.45
						EV/EBITDA	26.38	31.03	33.45	30.06	25.55
						EV/EBIT	87.77	65.89	78.89	68.41	54.40

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(262.17)	(328.90)	80.51	132.51	236.36
折旧摊销	335.03	518.31	556.50	587.86	619.32
财务费用	123.45	90.76	20.37	16.53	3.74
投资损失	(483.62)	(514.72)	(520.00)	(510.00)	(520.00)
营运资金变动	(203.58)	605.59	1,034.89	995.82	1,787.24
其它	252.06	154.16	8.95	14.72	26.26
经营活动现金流	(238.84)	525.21	1,181.23	1,237.44	2,152.93
资本支出	1,898.10	1,026.92	928.80	919.29	917.87
长期投资	451.55	432.01	450.00	450.00	450.00
其他	(2,648.24)	(1,189.61)	(1,779.80)	(1,779.29)	(1,767.87)
投资活动现金流	(298.60)	269.31	(401.00)	(410.00)	(400.00)
债权融资	(543.53)	(360.20)	161.94	163.47	286.26
股权融资	187.97	32.97	(177.30)	59.05	19.73
其他	124.19	(127.33)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(231.38)	(454.56)	(15.35)	222.52	305.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(768.82)	339.96	764.88	1,049.96	2,058.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com