

2025年6月10日
 佑驾创新 (2431.HK)

SDICSI

公司首次覆盖

证券研究报告

智能驾驶

投资评级: **买入**

6个月目标价 **31.4 港元**

股价 2025-6-9 **26.3 港元**

中国渐进式自动驾驶先锋

佑驾创新是一家自动驾驶科技公司。公司采取渐进式发展策略，从基础的 ADAS 功能起步，逐步迭代升级。产品涵盖了从 L0 至 L4 自动驾驶的各类解决方案，可满足不同场景和车型的需求。我们认为佑驾是中国少有的能够实现自动驾驶解决方案全栈自研的公司，考虑其优秀的产品梯队和客户矩阵，未来有望展现出极强的业绩弹性。综合 PS 与 DCF 估值，首次覆盖给与目标价 31.4 港元，距离现价有 20% 上升空间，给与“买入”评级，

报告摘要

中国领先的自动驾驶科技公司，致力于用持续迭代的创新技术与规模化量产经验，为智能汽车全方位赋能。公司创立于 2014 年，以深圳为总部，在上海、武汉、北京、南京等地设立数据中心、研发中心等。公司采取渐进式发展策略，从 L0 级辅助驾驶系统起步，逐步构建覆盖 L0 至 L2+ 级解决方案的产品矩阵，并于 2025 年实现 L4 级自动驾驶解决方案交付，主要客户包括上汽、奇瑞、东风、吉利、长安和比亚迪。根据灼识咨询的统计，于 2023 年，按 L0 至 L2+ 解决方案的收入计，佑驾在中国所有新兴科技公司中排名第四。根据灼识咨询的资料，佑驾是中国内地唯一一家获颁采埃孚集团授予的“2023 年供应商创新奖”的智能驾驶解决方案供应商。也是中国首批成功帮助整车厂车型获得欧盟通用安全法规 DDAW 认证的 DMS 解决方案供应商之一。

目标成为全球自动驾驶智能解决方案行业的领导者。佑驾基于在算法开发、软件工程以及硬件设计等方面的专业知识和优势，战略性地布局和推进了三大业务线：智能驾驶解决方案、智能座舱解决方案及车路协同。相较于同业普遍追求高阶自动驾驶快速落地，公司坚持量产反哺研发策略，完成了技术迭代-量产验证-数据积累的正向循环。到 24 年底，佑驾的智能驾驶解决方案已经对 22 家整车厂就 67 款车型进行量产，智驾解决方案销量超过 90 万套。智能座舱已经与 9 家整车厂就 30 款车型进行了量产。

首次覆盖给与目标价 31.4 港元，“买入”评级。我们预计佑驾在 2025-2027 年的营业收入达到 10.3/15.0/21.0 亿元，同比增长 56.6%/46.4%/40.0%，归母净利润达到 -1.4/-0.6/0.9 亿元。我们认为佑驾持续深耕自动驾驶领域，是国内少有的能够实现自动驾驶解决方案全栈自研的公司，考虑其优秀的产品梯队和客户矩阵，未来有望展现出极强的业绩弹性。综合 PS 与 DCF 估值，首次覆盖给与目标价 31.4 港元，距离现价有 20% 上升空间，给与“买入”评级，

风险提示：股票解禁对股价的负面影响；解决方案的性能不理想或缺陷；容易受原材料及关键部件供应短缺以及成本增加的影响；

(年结 31/12; RMB 百万元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	476	654	1,025	1,501	2,095
增长率 (%)	70%	177%	57%	46%	40%
净利润	-197	-216	-137	-56	85
增长率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率 (%)	14%	16%	17%	18%	19%
净利润率 (%)	-41%	-33%	-13%	-4%	4%
ROE, 平均 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	5%
每股盈利 (元)	(0.59)	(0.61)	(0.34)	(0.14)	0.21
每股净资产 (元)	2.27	3.24	2.48	2.33	2.56
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	114.4
市净率 (x)	10.8	7.5	9.8	10.5	9.5
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(亿港元)	104.99
流通市值(亿港元)	81.47
总股本(亿股)	4.00
流通股股本(亿股)	3.10
12个月低/高(港元)	16.7/39.5
平均成交(亿港元)	0.82

股东结构

刘国清等管理层及其一致行动人	19.4%
北京四维	8.2%
深圳泽奕	5.4%
国开制造业基金	5.2%
其他股东	61.8%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.50	-1.48	N/A
绝对收益	-0.76	-0.19	N/A

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

jimmywang@sdic.com.hk

目录

1. 中国渐进式自动驾驶公司的先锋	3
1.1 公司简介	3
1.2 发展历程	3
1.3 股权结构	4
1.4 管理层介绍	5
1.5 业务介绍	5
1.6 财务情况	9
2. 行业概况	10
2.1 智能驾驶行业分析	10
2.2 智能座舱行业分析	12
2.3 车路协同行业分析	12
2.4 智驾平权	13
2.5 行业政策	14
3. 竞争优势	15
4. 盈利预测及估值	17
4.1 财务预测	17
4.2 估值	18
5. 风险提示	19

1. 中国渐进式自动驾驶公司的先锋

1.1 公司简介

中国领先的自动驾驶科技公司，致力于用持续迭代的创新技术与规模化量产经验，为智能汽车全方位赋能。佑驾创新以深圳为总部，在上海、武汉、北京、南京等地设立子公司，其中上海设有乘用车中心、南京设有数据中心。公司采取渐进式发展策略，从基础的 ADAS 功能起步，逐步迭代升级。产品涵盖了从 L0 至 L4 自动驾驶的各类解决方案，可满足不同场景和车型的需求，公司目标成为全球自动驾驶智能解决方案行业的领导者。佑驾基于在算法开发、软件工程以及硬件设计等方面的专业知识和优势，战略性地布局和推进了三大业务线：智能驾驶解决方案、智能座舱解决方案及车路协同。

根据灼识咨询的资料，于 2023 年，按 L0 至 L2+ 解决方案的收入计，佑驾在中国所有新兴科技公司中排名第四。根据灼识咨询的资料，于 2023 年，佑驾是中国内地唯一一家获颁埃孚集团授予的“2023 年供应商创新奖”的智能驾驶解决方案供应商。佑驾是中国首批成功帮助整车厂车型获得欧盟通用安全法规 DDAW 认证的 DMS 解决方案供应商之一。

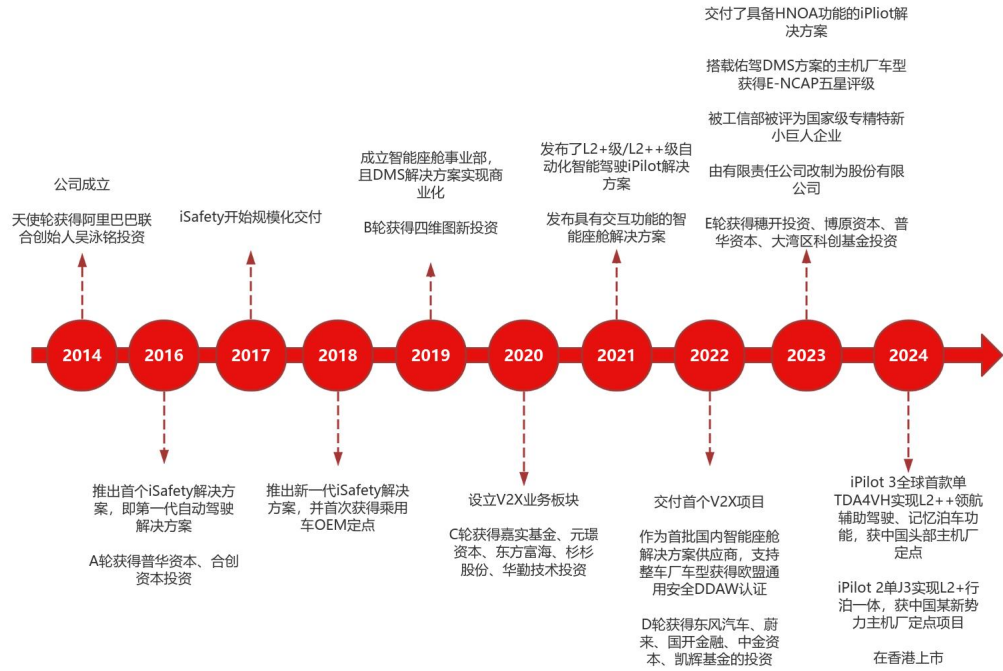
公司的各项业务处在高速发展中，合作的车企不断增多，主要客户包括上汽、奇瑞、东风、吉利、长安和比亚迪。到 24 年底，佑驾的智能驾驶解决方案已经对 22 家整车厂就 67 款车型进行量产，智驾解决方案销量超过 90 万套。智能座舱已经与 9 家整车厂就 30 款车型进行了量产。

1.2 发展历程

佑驾成立于 2014 年，已有十多年发展历史。成立之初，其团队就获得了阿里巴巴联合创始人吴泳铭的投资。2016 年，公司推出首个 iSafety 解决方案，即第一代智能驾驶解决方案。2018 年公司推出新一代 iSafety 解决方案，并首次获得乘用车（OEM）的定点合作项目。2019 年，成立智能座舱事业部。2021 年，发布了 L2+级/L2++级自动化智能驾驶 iPilot 解决方案。发布具有交互功能的智能座舱解决方案。2022 年，交付首个 V2X 项目。且佑驾作为首批国内智能座舱解决方案供应商，支持整车厂车型获得欧盟通用安全 DDAW 认证。2023 年，交付了具备 HNOA 功能的 iPilot 解决方案。搭载佑驾 DMS 方案的主机厂车型获得 E-NCAP 五星评级。被工信部评为国家级专精特新小巨人企业。2024 年，推出新品 iPilot 2 与 iPilot 3。且成功在香港上市，代码 2431.HK。

我们认为佑驾的发展大致可以分为初创期（2014-2019）完成对智能驾驶解决方案、智能座舱解决方案及车路协同三大业务的早期积累与探索。高速发展期（2019-2025）形成 iSafety、iPilot 等产品矩阵，各项业务处在高速发展中，合作的车企不断增多。公司通过渐进式路线实现技术迭代与商业落地的平衡。

图 1：发展历程



资料来源：招股书，国证国际整理

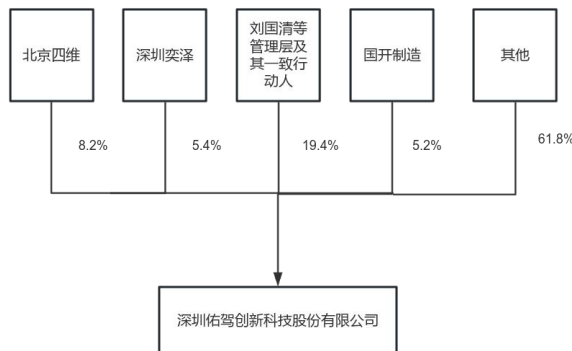
1.3 股权结构

佑驾的控股股东是刘国清先生，管理层及其一致行动人拥有公司 19.4% 的股权。刘国清先生为佑驾的联合创始人、董事长、执行董事及总经理。其他管理层包括有杨广、周翔、王启程等。

从 2015 年至 2023 年，公司完成了一系列融资，获得国有资本、产业资本、海外资本的多方加持，包括有普华资本、四维图新、嘉实基金、东风汽车、蔚来、国开金融、中金资本、大湾区科创基金等。

截至 2024 年底，驾创新前十大股东合计持股比例达 40.8%，其中创始人刘国清以 8.6% 持股比例位居首位，北京四维互联基金持股 8.2%，排在第二，深圳泽奕半导体持有 5.4% 的股份，及国开制造业基金持有 5.2% 的股份。

图 2：股权结构



资料来源：公司财报，国证国际整理

1.4 管理层介绍

佑驾拥有一支实力强大、积极进取的管理团队，对行业拥有丰富经验和深入了解。高级管理层拥有丰富的管理与运营经验，平均超过 10 年。管理团队对行业的趋势、上游供应链的动向，以及下游客户的需求有着深刻的理解和敏锐的洞察力。管理团队密切合作，共同制定业务与发展战略。

刘国清博士，38 岁，为公司的联合创始人、董事长、执行董事及总经理。主要负责监管集团的运营总体规划及经营目标、战略发展及技术研究方向以及产品开发、生产及布局。刘博士在管理、技术和自动驾驶智能解决方案行业拥有约 12 年经验。在佑驾成立前，刘博士于 2012 年 7 月至 2014 年 7 月担任新加坡南洋理工大学计算机工程学院的项目主任，并于 2013 年 7 月至 2014 年 11 月担任南京车锐信息科技有限公司的总经理兼首席工程师。

杨广先生，36 岁，为公司的联合创始人、执行董事兼副总经理。主要负责监管集团的智能驾驶解决方案业务以及生产、制造、质量管控及合规事宜。杨先生在管理和技术领域拥有约 14 年经验。在佑驾成立前，杨先生于 2013 年 7 月至 2014 年 11 月担任南京车锐信息科技有限公司的副总经理兼工程师，并于 2010 年 7 月至 2013 年 6 月任职于腾讯控股有限公司。

周翔先生，38 岁，为公司的联合创始人、执行董事兼副总经理。主要负责监管集团的车路协同业务以及附属公司的营运及管理。周先生在管理和技术领域拥有约 11 年经验。

王启程先生，41 岁，为公司的联合创始人、执行董事兼副总经理。主要负责监管集团的战略规划及海外业务拓展。王先生在管理、技术和自动驾驶智能解决方案行业拥有超过 10 年经验。在佑驾成立前，王先生于 2013 年 7 月至 2014 年 11 月担任南京车锐信息科技有限公司的副总经理兼工程师。

图 3：管理层介绍

姓名	年龄	主要角色及责任
刘国清	38	总体规划及经营目标、业务战略及技术研究
杨广	36	智能驾驶业务以及生产、制造、质量管控及合规事宜
周翔	38	车路协同业务以及附属公司的营运及管理
王启程	41	战略规划及海外业务拓展
郑伟	42	算法研发及技术相关事宜
杨一泓	33	销售及智能座舱业务事宜
程追	37	产品研发、供应链及成本管理相关事宜
闻奇	42	财务、税务及董事会秘书事务

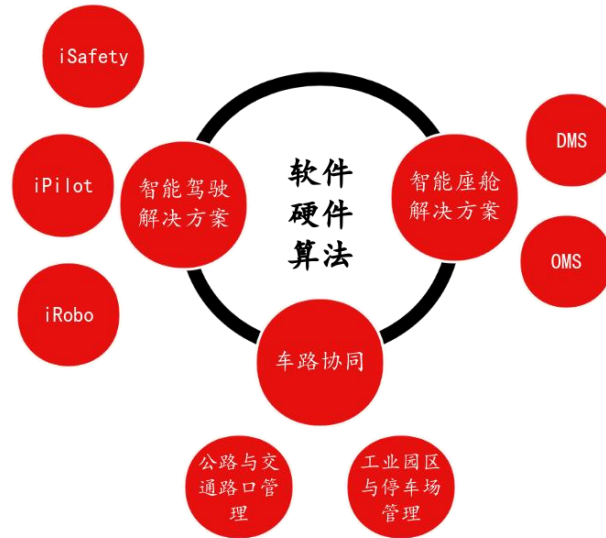
资料来源：公司财报，国证国际整理

1.5 业务介绍

主要业务包括智能驾驶解决方案、智能座舱解决方案及车路协同。基于公司在算法开发、软件工程以及硬件设计等方面的专业知识和优势，战略性地布局和推进了三大业务线：智能驾驶解决方案、智能座舱解决方案及车路协同。

根据灼识咨询的资料，于 2023 年，按 L0 至 L2+ 解决方案的收入计，佑驾在中国所有新兴科技公司中排名第四。根据灼识咨询的资料，于 2023 年，佑驾是中国内地唯一一家获颁采埃孚集团授予的“2023 年供应商创新奖”的智能驾驶解决方案供应商。

图 4：主营业务




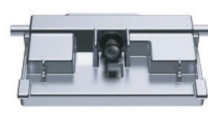
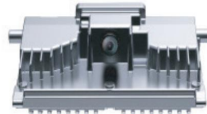
资料来源：招股书，国证国际整理

智能驾驶解决方案是核心。公司的智能驾驶解决方案是一套集成到车辆中的软硬件，旨在减少人为干预，提高道路安全。解决方案利用各种传感器来了解车辆周围的环境及驾驶环境，并通过先进的算法对数据进行实时处理。然后，系统会发出警告并对车辆的行驶做出决定，例如何时加速、刹车或转向，从而支持有效控制车辆的行驶。

佑驾的智能驾驶解决方案主要包括 iSafety、iPilot 和 iRobo 解决方案。从 2022-2024 年，佑驾分别与 12、13、14 及 16 家整车厂就 18、19、20 及 25 款车型的智能驾驶解决方案开展定点项目的持续开发，并分别与 10、17、20 及 22 家整车厂就 22、50、56 及 67 款车型进行了量产。2024 年，公司的智能驾驶解决方案的销量超过 90 万套。

公司的 iSafety 解决方案能够提供 L2 及以下的辅助驾驶功能。该方案在执行自动紧急制动（AEB）、交通拥堵辅助（TJA）、集成式巡航辅助（ICA）、自适应巡航控制（ACC）、车道保持辅助（LKA）、前碰撞预警（FCW）、车道偏离预警（LDW）等 ADAS 功能的同时，可在急弯、S 形弯道和交叉路口等复杂交通情况下，为驾驶者提供安全舒适的驾驶体验，有效降低交通意外风险。此外，iSafety 解决方案高度适配主流系统级芯片（SoC）平台，并能够基于低算力消耗的电子控制单元（ECU）平台实现智能驾驶功能，这使得佑驾的解决方案具备更高的性价比和竞争力。

图 5：iSafety 产品

	iSafety 1	iSafety 2	iSafety 3
产品			
算力	0.55TPOS	4TPOS	5TPOS
传感器	1个摄像头 1个毫米波雷达（可选）	1个摄像头 1个毫米波雷达（可选）	1个摄像头 1至5个毫米波雷达（可选）
主要功能	行车功能：FCW、LDW、PCW、TSR	行车功能：FCW、LDW、PCW、TSR、IHBC、S&G 行车控制功能：AEB、ACC、LCC、LKA、TJA、ICA	行车功能：FCW、LDW、PCW、TSR、IHBC、S&G、DOW、RCW、BSD、FCTA、RCTA 行车控制功能：AEB、ACC、LCC、LKA、TJA、ICA、DCLC

资料来源：招股书，国证国际整理

iPilot 能提供 L2+ 的智能驾驶功能，能够在高速公路及城市道路行车及泊车等各种场景中提供先进的智能驾驶功能，包括 NOA、HAMP 及 APA 等。公司的产品 iPilot 4，搭载地平线征程 J6E 芯片，能以 80TOPS 高效算力支持行泊一体。该产品已经获得奇瑞汽车的定点，并将于今年第三季度完成量产交付。

图 6: iPilot 产品

产品	iPilot1	iPilot2	iPilot3	iPilot4
算力	8TPOS	5TPOS	32TPOS	80TPOS
传感器	6个摄像头	5个摄像头	6到10个摄像头	7到11个摄像头
	5个毫米波雷达	5个毫米波雷达	1至5个毫米波雷达	5个毫米波雷达
	12个超声波雷达	12个超声波雷达	12个超声波雷达	12个超声波雷达
主要功能 (iSafety 解决方案功能除外)	驾驶功能: lite HNOA	驾驶功能: lite HNOA	驾驶功能: HNOA	驾驶功能: HNOA/UNOA
	泊车功能: AHAMP、APA、AVM、RPA、PDC	泊车功能: APA、AVM、RPA、PDC	泊车功能: HAMP、APA、AVM、RPA、PDC	泊车功能: HAMP、APA、AVM、RPA、PDC
				舱内功能: DMS/OMS

资料来源: 招股书, 国证国际整理

此外，公司的 L4 自动驾驶 iRobo 解决方案可在工业园区、港口和机场等设计运行域全自动驾驶，保证安全的前提下满足客户对于无人驾驶的需求。例如港口场景：通过组合导航系统与动态路径规划，完成集装箱精准对接。

公司获得了多个 iRobo 项目，比如在 2025 年一季度，佑驾创新在苏州完成的 L4 级自动驾驶小巴项目，通过自主研发系统深度融合路端感知，实现开放道路全场景自动驾驶。新一代无人小巴搭载双 Orin 域控制器、半固态激光雷达、长距毫米波雷达及多目摄像头，实现 360° 无盲区感知。车辆搭载双冗余 5G 通信系统，可实时接收路侧单元的全景交通数据，结合高精度定位模块，构建车路协同的时空基准，即使在雨雪天气或复杂城市路况下，仍能以 40km/h 速度平稳运行。通过神经网络算法与传感器融合技术，显著提升无保护转弯、人车混行避让、突发障碍物识别等场景的决策能力。另外是 2025 年二季度佑驾将交付中国电信无人小巴项目。将应用于城市微循环公交与接驳交通系统，有望覆盖更大范围的开放道路场景。

图 7: iRobo 产品


资料来源: 招股书, 国证国际整理

我们认为佑驾采取渐进式发展策略，从基础的 ADAS 功能起步，逐步迭代升级。智能驾驶解决方案组合涵盖了从 L0 至 L4 自动驾驶的各类解决方案，可满足不同场景和车型的需求。通过不断积累的技术能力、经验、客户和口碑，为长远的发展打下坚实的基础。

智能座舱解决方案大大提升了驾驶和乘车的安全性及舒适性,与智能驾驶解决方案形成协同效应。据灼识咨询资料显示,佑驾是中国首批助力整车厂车型获得欧盟通用安全法规驾驶员疲劳和注意力警告系统(DDAW)认证的驾驶员监控系统(DMS)解决方案供应商之一。在项目合作方面,2021年至2024年,公司与整车厂在智能座舱解决方案上的合作持续推进。其中,定点项目开发方面,分别与3、9、9及8家整车厂就4、17、31及16款车型开展合作;量产方面,分别与0、2、7及9家整车厂就0、3、10及30款车型实现量产。

在汽车智能化浪潮席卷全球的当下,佑驾创新研发的智能座舱感知及交互解决方案,凭借以DMS(驾驶员监测系统)、OMS(乘客监测系统)为核心的尖端技术,重塑人车交互体验,成为行业标杆。该方案不仅已实现国产化量产,成功应用于多款主流车型,更凭借与头部整车厂的深度合作,强势进军国际市场。佑驾智能座舱的主要功能有:

驾驶员疲劳检测:通过实时捕捉驾驶员头部姿势、眼睑开合、注视方向及眨眼频率等多维度数据,构建精准行为模型,毫秒级响应疲劳、分心等危险驾驶行为,及时触发警报,为行车安全筑起智能防线,已在各类车型中广泛部署。

安全接管辅助:深度分析驾驶员视线落点与注意力集中度,在自动驾驶模式下持续评估接管能力,确保车辆控制权平稳过渡,有效规避人机协作风险。

生命体征监测:运用非接触式传感技术,无感追踪心率、呼吸频率等关键生理指标,全天候守护驾驶员健康状态,异常情况即时预警。

智能身份识别:依托活体检测技术,支持移动设备与舱内摄像头双端注册。当驾驶员靠近车辆,系统瞬间完成身份核验,自动激活个性化驾驶配置,如座椅调节、后视镜角度等,打造专属驾驶空间。

全龄乘客看护:针对成人与儿童乘客,提供差异化守护方案。实时监测安全带佩戴、危险动作,同步向驾驶员推送提醒;当检测到儿童独自滞留车内,立即触发紧急警报,杜绝安全隐患。

沉浸式交互娱乐:融合视频游戏、美颜拍摄、车载KTV等多元娱乐功能,适配全年龄段用户需求,让每一段旅程都充满乐趣。

我们认为佑驾智能座舱解决方案深度融合安全监测与智能交互双领域技术,既能在智能驾驶场景下,通过精准行为分析与主动干预保障行车安全;又能以丰富的交互功能,赋予驾乘体验独特魅力。凭借深厚的技术积淀,佑驾精准把握整车厂跨域融合趋势,为汽车智能化升级提供全方位、高可靠性的解决方案。

图 8: 智能座舱解决方案



资料来源:招股书,国证国际整理

车路协同是实现整体汽车智能化的关键要素。车路协同有望推动智能交通基础设施和智慧城市的发展。公司在中国范围内已参与合作共 21 个典型车路协同项目。佑驾的车路协同将雷达和摄像头等感知设备、自研算法与 V2X 通信技术相结合，从而提升交通安全与效率。

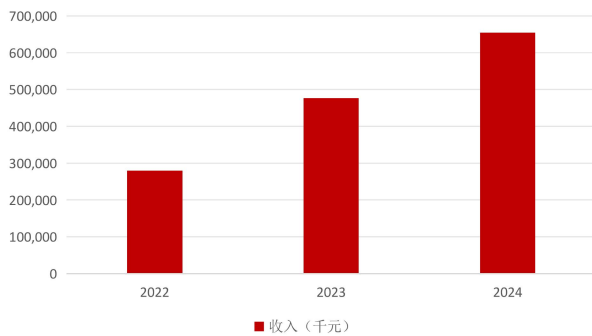
比如公路与路口管理是公司与交通基础设施领域的客户合作，主要功能有增强感知，通过毫米波雷达与红外摄像头融合，实时监测隧道内车辆轨迹异常（如急刹、逆行），提前向后方车辆推送预警信息，降低连环追尾风险。动态车道分配，提升通行效率。基于车流密度分析，利用 V2X 广播指令实现车道数动态调整。在工业园区和停车场管理中，车路协同能够协助管理工业园区交通流量和运营停车场管理。佑驾可以构建园区高精地图，实时监控物流车辆路径偏移，配合定位实现厘米级泊车引导。结合地磁传感器与视觉识别，动态显示车位占用状态，支持预约车位与无感支付，提升停车场周转率。

1.6 财务情况

各项业务快速成长。2022-2024 年智能驾驶收入达到 2.7/3.9/4.8 亿，智能座舱收入达到 0.02/0.18/1.04 亿，车路协同收入达到 72/7145/6334 万。在 2024 年收入结构中，智能驾驶的占比最大，为 74%，智能座舱占比第二大，为 16%，车路协同占比最低，为 10%。

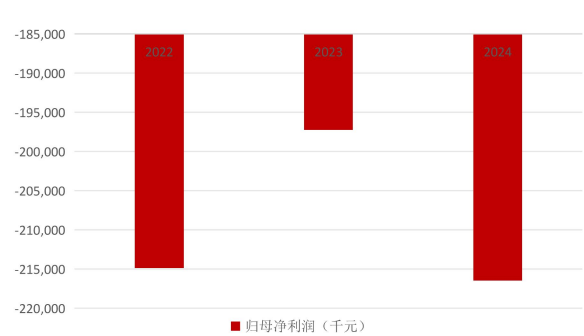
收入保持高速增长，净利润处于亏损中。从 2022-2024 年，公司的收入在快速提升，总收入达到 2.8/4.8/6.5 亿，归母净利润为-2.2/-2.0/-2.2 亿。亏损主要因为公司各项业务处在成长期，大量项目等待交付，公司作为科技公司，研发费用投入大，影响利润增长。我们认为随着佑驾的项目增多，合作的车企车型增加，业绩会保持高速增长，净利润有望在 2027 年扭亏为盈。

图表 9：收入



资料来源：公司财报，国证国际整理

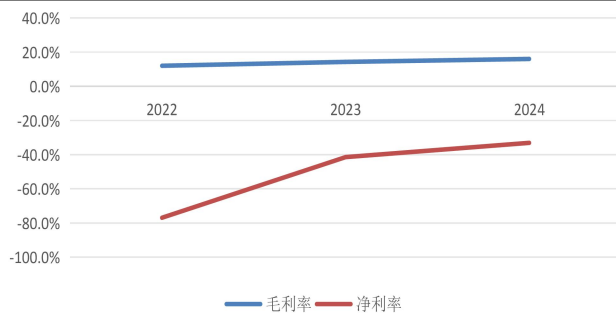
图表 10：净利润



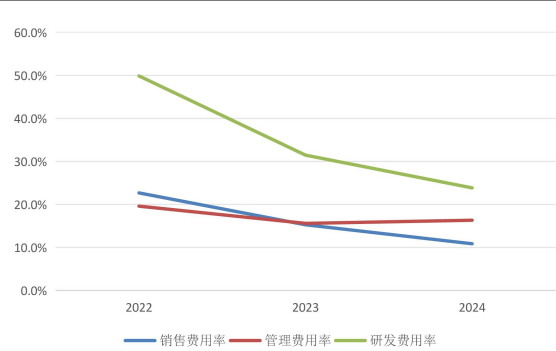
资料来源：公司财报，国证国际整理

盈利能力持续提升。从 2022-2024 年，公司的毛利率在不断提升，毛利率达到 12.0%/14.3%/16.0%，净利率在改善，净利率达到-76.9%/-41.4%/-33.1%。

费用率在大幅下降。从 2022-2024 年，公司的费用率得到明显控制，费用率大幅下降。销售费用率为 22.7%/15.3%/10.9%，管理费用率为 19.6%/15.6%/16.3%，研发费用率为 49.9%/31.5%/23.9%。

图 11: 盈利能力


资料来源: 公司财报, 国证国际整理

图 12: 费用率


资料来源: 公司财报, 国证国际整理

2. 行业概况

中国是全球最大的汽车市场,也培育了全球主要的汽车智能化解决方案市场。根据灼识咨询的资料,2023年中国汽车销量达到3050万辆,占全球汽车销量的32.9%,预计2028年将达到3500万辆。同时,相关技术的快速发展有效地满足了消费者对智能体验的需求,进而促使汽车智能化功能的普及。汽车销售的稳定增长及智能化解决方案的日益普及将推动中国汽车智能化解决方案行业的持续发展。按收入计,中国汽车智能化解决方案的市场规模(包括智能驾驶解决方案及智能座舱解决方案)于2023年达到1750亿元,预计于2028年将达到4312亿元,复合年增长率为19.8%。全球汽车智能化解决方案市场规模于2023年达到5899亿元,预计于2028年将增至13303亿元,复合年增长率为17.7%。

2.1 智能驾驶行业分析

根据工信部标准,将智能驾驶解决方案分为从L0至L5不同等级。自动驾驶技术可分为L0至L5六个等级,其核心差异在于系统对动态驾驶任务的控制能力。L0-L2级(ADAS阶段)以驾驶员为核心,系统仅在有限场景下提供辅助,L3-L5级(ADS阶段)则要求系统主导驾驶任务。

L0: 依赖基础传感器实现碰撞预警等被动安全功能,但无法执行车辆控制。L1: 支持单一方向控制(如自适应巡航ACC或车道保持LKA),需驾驶员全程监控。例如,特斯拉早期Autopilot仅支持纵向控制。L2: 融合横向+纵向控制(如车道居中+ACC),但驾驶员需保持注意力。典型代表为特斯拉FSD基础版,覆盖高速场景。L2+/L2++: 厂商自定义的过渡层级,通过多传感器融合实现自动变道(ALC)、高速领航(NOA)等功能。例如华为ADS 3.0支持无高精地图的城市NCA。L3: 系统可在特定场景(如高速公路)接管全部驾驶任务,但需驾驶员在系统请求时接管。华为乾崮ADS 4.0系统通过六重冗余架构具备高速L3的能力。L4: 限定区域内(如工业园区)无需人类干预,冗余系统覆盖感知、决策、执行全链路。例如,佑驾创新在苏州iRobo项目。L5: 无场景限制,需突破极端环境感知(如暴雨、无GPS信号)与伦理决策难题,尚无商业化案例。

图 13: 自动驾驶分级

分类	分级	名称	持续的车辆运动控制	目标和事件探测与响应	动态驾驶任务后援	设计运行范围
应急辅助系统	L0	应急辅助	驾驶员	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
高级驾驶辅助系统 (ADAS)	L1	部分驾驶辅助	驾驶员及系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
	L2、L2+/L2++	组合驾驶辅助	系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
自动驾驶系统 (ADS)	L3	有条件自动驾驶	系统	系统	动态驾驶任务后援用户 (执行接管后成为驾驶员)	有限制
	L4	高度自动驾驶	系统	系统	系统	有限制
	L5	完全自动驾驶	系统	系统	系统	无限制 (排除商业和法规因素等限制)

资料来源: 工信部, 国证国际整理

智能驾驶解决方案产业价值链的上游是核心部件供应商, 包括芯片、高精地图、定位系统和云服务等。价值链中游由智能驾驶解决方案供应商组成, 包括新兴科技公司、传统一级供应商和科技巨头。如佑驾负责提供适用于各类车型的全套智能驾驶解决方案。价值链的下游由整车厂和出行服务供应商组成。

图 14: 智能驾驶产业链



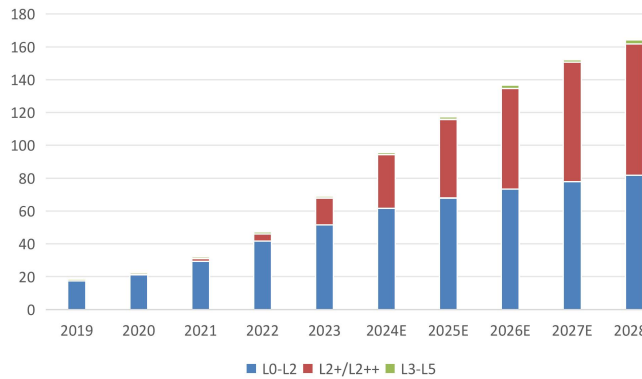
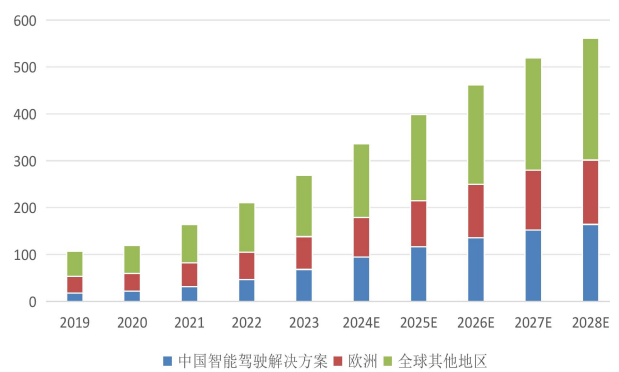
资料来源: 灼识咨询, 国证国际整理

L0 至 L2 解决方案是全球范围内的主流智能驾驶解决方案。随着整车厂扩大在智能驾驶领域的布局, 行业迎来了大幅增长。根据灼识咨询的资料, 按收入计, 全球智能驾驶解决方案市场规模由 2019 年的 1071 亿元增至 2023 年的 2687 亿元, 复合年增长率为 25.9%, 预计 2028 年将增至 5609 亿元, 复合年增长率为 15.9%。中国和欧洲在推动全球智能驾驶解决方案市场扩张方面发挥至关重要的作用。中国凭借先进的技术及广泛的消费者接受度一直引领全球智能驾驶解决方案的发展。中国相应的市场规模由 2019 年的 175 亿元增加至 2023 年的 681 亿元, 复合年增长率为 40.5%, 占 2023 年全球市场规模的 25.4%。同时, 欧洲也是智能驾驶解决方案的重要市场, 市场规模由 2019 年的 358 亿元增加至 2023 年的 700 亿元, 复合年增长率为 18.3%, 占 2023 年全球市场规模的 26.1%。

随着技术的进步和成本的降低, 预计 ADAS 解决方案 (尤其是 L2+/L2++ 解决方案) 将应用于更多车型。随着支持性政策的出台和消费者接受度的提高, 预计 ADS 解决方案的量产速度也将加快。预计到 2028 年, 按收入计, 中国和欧洲智能驾驶解决方案的市场规模将分别增加至 1642 亿元和 1373 亿元, 2023 至 2028 年的复合年增长率将分别达到 19.2% 和 14.4%。

ADAS 解决方案被广泛采用为量产车型的标准配置。随着市场对车辆安全的需求不断增长,

以及 ADAS 解决方案成本的持续下降，L2 解决方案正成为车辆标配设备。预计 L2+/L2++ 解决方案将更广泛地应用于大众车型，从而进一步提高全球 ADAS 解决方案的普及率。2023 年，全球配备 L2（包括 L2+/L2++）智能驾驶解决方案的汽车渗透率为 32.1%，预计到 2028 年将达到 61.1%，市场规模为 4914 亿元。

图 15：中国智能驾驶行业规模（十亿元）

图 16：全球智驾行业规模（十亿元）


资料来源：灼识咨询，国证国际整理

资料来源：灼识咨询，国证国际整理

中国智能驾驶解决方案供应商的国内市场份额不断增加。中国智能驾驶解决方案供应商凭借快速技术迭代和关键部件自主化能力，迅速崛起，成为国内智能驾驶解决方案行业的重要参与者。

中国智能驾驶解决方案供应商已为全球扩张做好充分准备。一方面，中国自主整车厂在全球影响力的不断提升，整车厂更倾向于选择能提供适应性更强的合作方案和快速服务响应的中国供应商。比如佑驾与奇瑞汽车、上汽达成深度合作，其海外车型都有搭载佑驾的智驾、智能座舱解决方案。另一方面，国际整车厂在市场竞争加剧的情况下，积极寻求先进算法和高性价比产品，而中国供应商能够快速迭代算法，提供具成本效益的产品，这为其自身赢得了更多机会，吸引了国际整车厂的合作与投资，从而推动中国供应商进一步发展壮大。

2.2 智能座舱行业分析

智能座舱解决方案是指安装先进的软硬件系统，具备感知、监测及交互沟通等人机交互能力。这些解决方案可为驾驶员和乘客提供安全、智能、便利和愉悦的移动空间综合体验。智能座舱解决方案包括域控制器、座舱监测系统(IMS)、车载显示屏、抬头显示器等。尤其，IMS 是智能座舱解决方案的重要组成部分。它能够监测驾驶员和乘客的生理状态和行为模式，从而显著提升智能座舱解决方案的安全性和用户体验。

受整车厂加速汽车智能化布局、消费者对车辆智能功能日益增长的需求以及支持性政策及法规的推动，根据灼识咨询的资料，按收入计，全球智能座舱解决方案的市场规模已由 2019 年的 1302 亿元迅速增加至 2023 年的 3213 亿元，并预期 2028 年将达到 7694 亿元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 19.1%。中国在推动智能座舱解决方案的增长方面发挥着重要作用。根据灼识咨询的资料，按收入计，中国智能座舱解决方案的市场规模已由 2019 年的 329 亿元增加至 2023 年的 1069 亿元，并预期 2028 年将达到 2670 亿元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 20.1%。

2.3 车路协同行业分析

车路协同指使用无线传感及 V2X 技术来实现车辆、基础设施、行人及道路之间动态交通信息交换的先进技术系统。车路协同的关键组成部分可分为智能车载系统、智能路侧系统、通信平台及云控平台。通过持续收集和整合全时空的交通信息，车路协同可以改善道路安全并加强交通流量的协同管理。它还可以同步来自路侧单元的数据，以扩大车辆的感知范围，覆盖更多的盲点，从而提高智能驾驶解决方案的安全性和自动化程度。

在智能驾驶领域，主要有两种技术路线：单车智能和车路协同。单车智能使车辆能够通过车载传感器和决策系统独立感知和处理来自周围环境的信息，而车路协同则侧重于车辆与基础设施之间的信息交换和共享，以增强单车的感知和决策能力。这两方面相辅相成，有助于智能驾驶技术的发展，并最终建立一个安全高效的交通生态系统。

根据灼识咨询的资料，中国车路协同的市场规模由 2019 年的 161 亿元增至 2023 年的 709 亿元，2019 年至 2023 年的复合年增长率为 44.9%，预计 2028 年将达到 1685 亿元，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 18.9%。

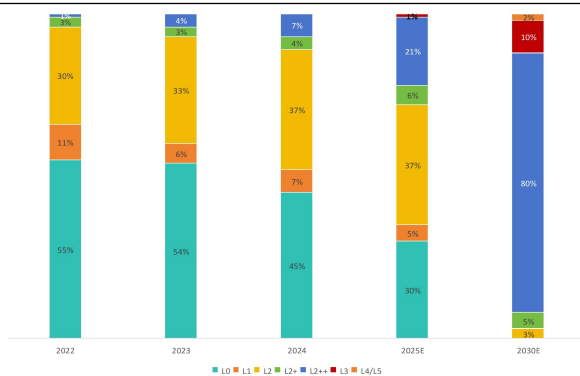
2.4 智驾平权

智驾平权对行业影响大。2025 年 2 月，比亚迪举办智能化战略发布会，重磅发布全民智驾战略。在整车智能战略下，比亚迪构建起天神之眼技术矩阵，其全系车型将搭载高阶智驾技术。天神之眼共分为三个等级。天神之眼 A，也被称为 DiPilot 600，使用三激光雷达搭配双 Orin X 芯片。天神之眼 B，也被称为 DiPilot 300，使用单/双激光雷达搭配 Orin X 芯片，两者都能实现包括城市领航在内的高阶智能驾驶辅助系统。天神之眼 C 搭载前视三目摄像头，将会被用于比亚迪王朝网和海洋网的大部分车型上，做到 10 万以上全系标配。25 年初市场上大多数智驾车型价格普遍在 20 万元以上，令大多数消费者难以享受这一技术。比亚迪天神之眼 C 通过将智驾门槛下放至 10 万元，打破了价格壁垒。继比亚迪之后，吉利汽车、长安汽车、奇瑞汽车等车企都相继发布智驾平权战略，共同推动智能驾驶技术在更广泛人群中的普及，进一步提升了智能驾驶的渗透率。

中国汽车行业进入智驾全面普及时期。根据盖世汽车的统计，自主品牌中的理想、赛力斯、蔚来、小鹏等品牌对于 L2 及以上功能标配率普遍达到 90% 以上，NOA 标配普遍超过 70%，且预计今年 L2 及以上功能标配比例极有可能攀升至 100%。随着消费者对辅助驾驶功能的重视程度和支付意愿的不断提升，以及 NOA 功能逐渐下探至 10 万元以下车型，预计至 2030 年国内乘用车 L2 及以上智能汽车智驾功能标配市场渗透率将超过 90%，NOA 标配搭载量将达到 2400 万辆以上。

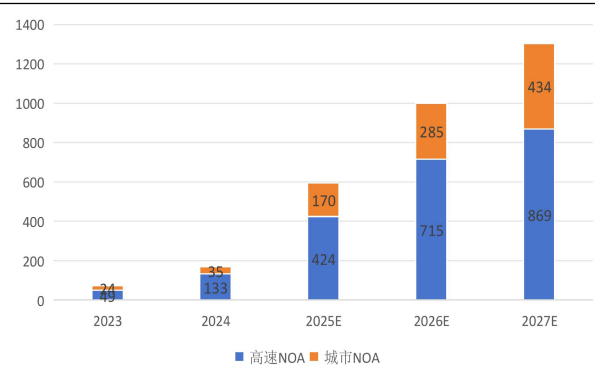
我们认为，1) 25 万元以上新能源智能化主要以华为系、理想等品牌为主。相比之下，10-20 万元价格带由于用户更注重性价比（对价格敏感度更高），导致 10-20 万元 L2+ 高速及城市智驾渗透率处于起步阶段。2) 2025 年之后随着头部车企在 10-20 万元价格带陆续配置 L2+ 高速及城市智驾功能，成为国内智驾突破放量的关键。

图 17：中国智能驾驶渗透率



资料来源：盖世汽车，国证国际整理

图 18：高速及城市 NOA 占比



资料来源：盖世汽车，国证国际整理

各家车企开启智驾军备赛，供应商是整车厂必不可少的合作伙伴。智能驾驶从基础 L2 到高速 NOA 到城区 NOA 的功能迭代路线逐渐清晰。降低成本、下探市场、提升市占率已成为智能化发展的新趋势，城区 NOA 将成为智驾下一个竞争点。当前不管是造车新势力还是传统车企都卷向中高阶智驾，全面加大对算力、算法、数据的投入，加快车型与智驾落地。各大车企智驾水平与发展策略各有不同。特斯拉、小鹏、华为系、小米、蔚来、理想等以自研为主，而比亚迪、吉利、长安、长城、上汽、广汽等则以供应商+自研的发展方式。

我们认为对于很多车企来说，整车厂在智能驾驶领域应优先选择供应商合作，而非自研。通过供应商合作，这些车企可快速实现功能落地，聚焦用户体验，同时借助生态力量应对技术迭代与成本压力。因为 1) 全栈自研的门槛高。智驾涉及感知、决策、规划、控制等全栈技术，需整合芯片、算法、传感器、数据闭环等环节。自研需构建从底层硬件到上层应用的完整能力，对车企的技术积累和研发投入要求极高。例如，特斯拉通过自研芯片和算法实现闭环，但这一路径需要数年积累和上百亿美元投入。智驾系统需海量真实场景数据训练模型，自研车企需独立承担数据采集、标注和模型迭代成本，效率较低。2) 提升效率与有效控制成本。传统车企在电动化转型中已面临巨大资金压力，自研智驾可能分散资源。采用供应商方案可大幅缩短开发周期，供应商模式通过规模化摊薄成本，如算法团队建设。佑驾的客户在不断拓展，已经与上汽、奇瑞、东风、吉利、长安和比亚迪达成合作。我们认为相信未来佑驾会有越来越多的 NOA 订单落地，销量结构持续优化。

图 19：各大车企智驾战略

车企	特斯拉	小鹏	华为系	理想	小米	蔚来	零跑	比亚迪	吉利	长安	长城	上汽	广汽
智驾战略	全栈自研	全栈自研	全栈自研	全栈自研	全栈自研	全栈自研	外部+自研	外部+自研	外部+自研	外部+自研	外部+自研	外部+自研	外部+自研
技术方案	单一方案	单一方案	两种方案	两种方案	两种方案	单一方案	多种方案	多种方案	多种方案	多种方案	多种方案	多种方案	多种方案
应用策略	全系标配	全系标配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配	高低配
大算力芯片	自研	自研	自研	自研	供应商	自研	供应商	供应商	供应商	供应商	供应商	供应商	供应商
算法	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研	自研+供应商	自研+供应商	自研+供应商	自研+供应商	自研+供应商	自研+供应商
激光雷达 VS 纯视觉	纯视觉	纯视觉	并行	并行	并行	并行	并行	并行	并行	并行	并行	并行	并行
城市 NOA 是否标配	是	是	部分	部分	部分	部分	部分	部分	部分	部分	部分	部分	部分

资料来源：公司资料，国证国际整理

2.5 行业政策

政策不断成熟，高阶智能驾驶落地稳步推进。2017 年至 2025 年，中国围绕智能网联汽车构建了分阶段、多层次的法规与标准体系。2017 年《新一代人工智能发展规划》率先提出人工智能发展“三步走”战略，明确到 2030 年实现全球领先的目标，并首创自动驾驶分级标准（L0-L5），为技术研发划清边界。此后，政策逐步向安全与准入深化。2021 年《准入管理意见》强化数据安全、网络安全和供应链管理；2023 年密集出台多项标准，包括《标准体系建设指南》系统定义“基础-通用-产品”框架、《测试评价规程》建立人机交互体验评估体系、《试点工作办法》部署试点，以及《运维安全指南》推动 Robotaxi 等场景商业化落地。

但是随着中国智驾行业的快速发展，智驾市场环境中，部分企业为吸引消费者，存在过度宣传智驾功能的现象，模糊辅助驾驶与自动驾驶概念，给消费者造成误导，带来安全隐患。如一些 L2 级辅助驾驶被宣传为具备高度自动驾驶能力，使驾驶员放松警惕。在 2025 年工信部召开智能网联汽车产品准入及软件在线升级管理工作推进会。会议强调，汽车生产企业不得对智能驾驶功能进行夸大和虚假宣传。

图 20：政策法规

时间	名称	内容
2017	新一代人工智能发展规划	到2025年人工智能基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平，人工智能成为带动我国产业升级和经济转型的主要动力，智能社会建设取得积极进展。到2030年，人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平，我国成为世界主要人工智能创新中心，智能经济、智能社会取得明显成效，为跻身创新型国家前列和经济强国奠定重要基础。
2020	汽车驾驶自动化分级	为驾驶自动化的分级提供L0至L5六个等级，其中L0指应急辅助，L1指部分驾驶辅助，L2指组合驾驶辅助，L3指有条件自动驾驶，L4指高度自动驾驶，L5指完全自动化驾驶。
2021	工业和信息化部关于加强智能网联汽车生产企业及产品准入管理的意见	企业应强化数据安全管理能力、加强网络安全保障能力、强化企业管理能力及保证产品生产一致性
2023	国家车联网产业标准体系建设指南	对中国智能网联汽车标准体系进行系统规划部署，定义了智能网联汽车的标准体系框架，分为四个部分：基础、通用规范、产品及技术应用及相关标准。
2023	汽车智能化座舱交互体验测试评价规程（征求意见稿）	规定了汽车智能化座舱交互体验测试评价规程的术语和定义、评价指标体系、等级划分和试验评价方法。汽车智能化座舱交互体验测试评价共包含有用性、安全性、高效性、认知、智能、价值、审美
2023	关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知	试点工作通知要求汽车生产企业和使用主体组成联合体进行申报，需经运行城市人民政府批准、省级工信主管部门会同其他相关主管部门审核并上报工信部。最终由工信部、公安部、住房和城乡建设部及交通运输部组织专家对申报方案进行初审并决定参加试点的联
2023	自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）	服务指南中明确了自动驾驶汽车的适用场景，即在城市道路、公路等用于社会机动车通行的各类道路上使用自动驾驶汽车，并从事城市公共汽电车客运、出租汽车客运、道路旅客运输经营、道路货物
2024	数据要素×三年行动计划（2024—2026年）	推进智能网联汽车创新发展，支持自动驾驶汽车在特定区域、特定时段进行商业化试运营试点，打通车企、第三方平台、运输企业等主体间的数据壁垒，促进道路基础设施数据、交通流量数据、驾驶行为数据等多源数据融合应用，提高智能汽车创新服务、主动安全
2024	四部委关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点	研究确定了首批9个进入智能网联汽车准入试点的联合体。
2025	智能网联汽车产品准入及软件在线升级管理工作推进会	车企需充分测试验证组合驾驶辅助功能，明确系统功能边界和安全响应措施，严格履行告知义务，切实担负质量安全主体责任。

资料来源：招股书，交通部、工业和信息化部网站，国证国际整理

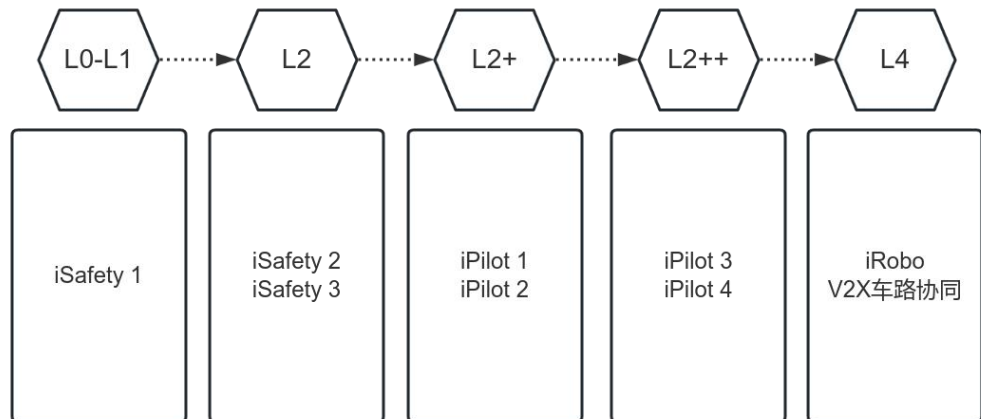
3. 竞争优势

中国渐进式智能驾驶发展的先锋，拥有广泛的发展机会。佑驾采取渐进式开发路线，提供多种经量产验证且获市场认可的自研智能驾驶解决方案，其战略定位契合当前市场趋势，为公司带来差异化竞争优势，使其既能迅速满足客户需求，又能有效实现解决方案的可延展性与量产。与佑驾合作的车企不断增多，主要客户包括上汽、奇瑞、东风、吉利、长安和比亚迪。到24年底，佑驾的智能驾驶解决方案已经对22家整车厂就67款车型进行量产，智驾解决方案销量超过90万套。智能座舱已经与9家整车厂就30款车型进行了量产。

佑驾在L0级至L2++级的智能驾驶解决方案上保持竞争优势，并且持续专注于前沿领域（包括BEV技术、端到端技术及4级自动驾驶技术）。目前L3级以上技术受限于法规、成本和技术成熟度，商业化进程缓慢。这种“以量产养研发”的模式，既能通过成熟技术快速变现，又能为L3级及以上技术积累数据与工程经验。

公司的iPilot解决方案已采用BEV技术，该技术能对车辆周围360度障碍物进行探测并识别道路结构，从而实现无图NOA。同时，iPilot解决方案也在逐渐采用端到端技术，此技术将提供更简化、高效的智能驾驶架构，其不同模块通过数据驱动方式联合优化，以实现更精准智能的驾驶体验。

公司不断改善驾驶及舱内功能的交互，提升驾乘体验，追求汽车智能解决方案行业的持续发展。未来计划进一步开发自有全栈智能座舱技术，并持续整合DMS及OMS解决方案，提供高度交互智能的驾驶体验。

图 21：渐进式发展路线


资料来源：公司资料，国证国际整理

注重研发，拥有卓越的全栈自研能力。截止到 24 年底，佑驾有五个研发中心，分别位于深圳、北京、上海、武汉和南京。深圳总部是研发工作的核心，负责协调其他中心的工作。另外公司拥有一支多元化的专业研发团队，研发团队拥有 376 名员工，占员工总数的 64.6%，包括毕业于国内外顶尖大学、专攻各个学科的专业人士。从 2022-2024 年研发费用占收入的比率为 49.9%/31.5%/23.9%，是在收入中占比最大的费用项。

公司自主研发并精心打磨驾驶算法模块，涵盖感知、融合、建图和定位、规划、控制等模块。以感知领域为例，公司实现了从目标检测分割到时序跟踪的全栈技术落地；融合领域中，自研融合算法支持跨平台、多传感器配置，助力多款车型获 C-NCAP 五星评级；规划及控制算法结构兼容性强、适应性佳。全栈自研能力不仅为技术进步与迭代筑牢根基，增强解决方案自主性，还助力公司拓展业务领域，推动研发成果快速商业化，及时响应客户需求，联合上下游伙伴提供定制化方案。

基于全栈自研，公司可快速适配移植到不同的硬件平台，能够灵活地选择供应商如 iPilot 系列支持多款芯片平台，从而支撑稳定的供应链。随着销售量的提升，有助于提升佑驾的议价能力。全栈自研还能快速应对市场变化，加强客户合作，建立竞争优势，并提升行业口碑。

公司拥有行业领先的智能制造量产能力。公司已经打造自动化、生产智能化和运营数字化构建高度互联的智慧生产基地，其中宝安生产基地总建筑面积约 2500 平方米，负责生产过程中的三防涂覆、组装和包装，其设计年产能约为 37.7 万套。在 2024 年第三季度佑驾在广州的生产基地开始生产。广州生产基地总建筑面积约为 3400 平方米，能够扩大 SMT、DIP 插件及分板生产环节的内部生产能力。

高效的供应链管理有助于对计划、采购、生产、销售的全流程管理，实现更低的生产成本、更高的生产效率、更稳定的产品交付以及更高的客户满意度。增强售后服务优势，可保障解决方案及配件的及时供应和更换，使客户能够及时获得高质量的售后服务。

一流的客户基础及良好往绩，并在海外扩张方面拥有坚实的基础。公司已从上游供应商逐步发展为直接向整车厂提供软硬一体化解决方案的供应商。根据灼识咨询的资料，于 2023 年，佑驾是中国内地唯一一家获颁采埃孚集团授予的“2023 年供应商创新奖”的智能驾驶解决方案供应商。

目前公司正在由内资、中外合资循序渐进向与全球整车厂合作。公司已在内资车的供应链体系中处于有利地位，与上汽、吉利等车企合作，将解决方案嵌入出口车型。且已打入领先合资厂商的供应链系统，未来公司计划持续向海外扩张，逐步开启与海外龙头整车厂的合作，如 25 年佑驾已经获得大众、奥迪的 DMS 及 OMS 智能座舱解决方案定点。

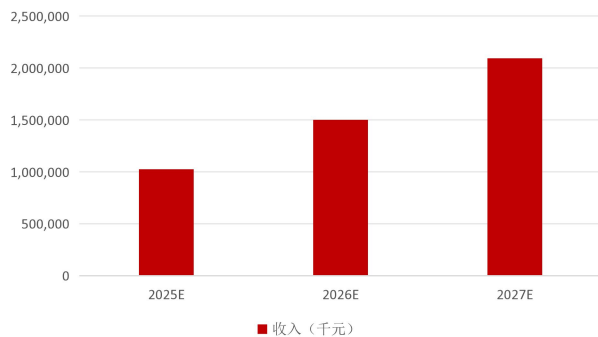
4. 盈利预测及估值

4.1 财务预测

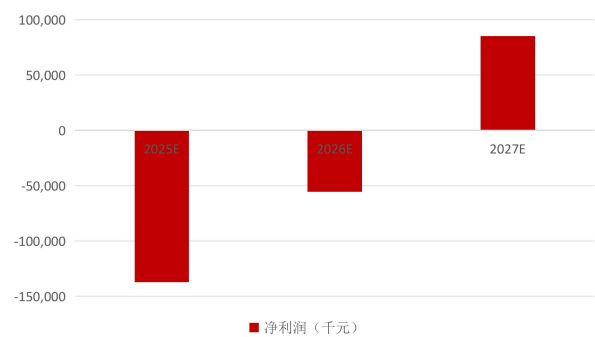
预计未来业绩持续高增长，2027年扭亏为盈。我们预计佑驾在2025-2027年的营业收入达到10.3/15.0/21.0亿元，同比增长56.6%/46.4%/40.0%，归母净利润达到-1.4/-0.6/0.9亿元。

随着规模扩大，毛利率持续提升，费用率下降。毛利率将从22-24年的12.0%/14.3%/16.0%，增长至25-27年的16.7%/18.2%/19.3%。主要因为销量结构改善，能提供城市NOA、高速NOA功能的iPilot解决方案销量增加，占比提升。销售费用、管理费用率、研发费用率总和将从22-24年的92.2%/62.3%/51.0%，下降至25-27年的33.1%/23.9%/16.8%。

图表 22：收入预测



图表 23：净利润预测



资料来源：国证国际预测

资料来源：国证国际预测

行业处于高速增长期，发展空间巨大。佑驾重点发展的L0-L2+市场是全球范围内的主流，技术路线成熟。这种“以量产养研发”的模式，既能通过成熟技术快速变现，又能为自动驾驶技术积累数据与工程经验。根据灼识咨询统计中国汽车智能化解决方案的市场规模（包括智能驾驶解决方案及智能座舱解决方案）于2023年达到1750亿元，预计于2028年将达到4312亿元，复合年增长率为19.8%。全球汽车智能化解决方案市场规模于2023年达到5899亿元，预计于2028年将增至13303亿元，复合年增长率为17.7%。2023年，全球配备L2智能驾驶解决方案的汽车渗透率为32.1%，预计到2028年将达到61.1%，市场规模为4914亿元。我们认为2025年开始中国智驾渗透率会快速提升，主要因为比亚迪推行智驾平权战略，目标在2025年计划实现60%车型搭载高速NOA及以上功能。吉利推出千里浩瀚覆盖全系产品，奇瑞推出猎鹰智驾覆盖全系产品，长安推出北斗天枢2.0等极大地促进了智驾渗透率的提升。

公司的定点项目多，大量项目待交付。公司的客户涵盖上汽、奇瑞、吉利、长安、比亚迪、一汽、东风、蔚来、大众、采埃孚等头部车企及零部件供应商。到24年底，佑驾的智能驾驶解决方案已经对22家整车厂就67款车型进行量产，智驾解决方案销量超过90万套。智能座舱已经与9家整车厂就30款车型进行了量产。

图 24：业务预测

收入 (千元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能驾驶	267,312	386,150	483,552	715,657	1,052,016	1,525,423
智能座舱	1,565	18,346	104,177	231,273	358,473	466,015
车路协同	722	71,454	63,341	74,742	86,701	99,706
其他	9,759	256	3,412	3,446	3,481	3,515
合计	279,358	476,206	654,482	1,025,118	1,500,671	2,094,660

收入构成	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能驾驶	96%	81%	74%	70%	70%	73%
智能座舱	1%	4%	16%	23%	24%	22%
车路协同	0%	15%	10%	7%	6%	5%
其他	3%	0%	1%	0%	0%	0%

同比增速	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能驾驶	54%	44%	25%	48%	47%	45%
智能座舱	125%	1072%	468%	122%	55%	30%
车路协同	N/A	9797%	-11%	18%	16%	15%
其他	569%	-97%	1233%	1%	1%	1%

资料来源：国证国际预测

4.2 估值

我们采取 PS 方法进行估值，选取港股的地平线机器人、黑芝麻智能、知行科技，A 股的德赛西威、美股的 Mobileye、亿咖通科技作为可比公司。25 年及 26 年行业平均预测 PS 为 8.5 倍与 5.5 倍。当中估值最高为地平线机器人，因为公司是中国第三方智驾芯片及解决方案龙头，具备软硬一体技术、战略及商业模式领先性。德赛西威、亿咖通估值较低，主要因为来自于智能驾驶的业务占比小。佑驾的估值与黑芝麻、Mobileye 较为接近，属于行业领先的智能驾驶解决方案供应商。

我们认为佑驾持续深耕自动驾驶领域，是国内少有的能够实现自动驾驶解决方案全栈自研的公司，考虑其优秀的产品梯队和客户矩阵，未来有望展现出极强的业绩弹性。以 26 年 8.2 倍预测 PS 为估值参考，得出目标价 34.0 港元。

图 25：行业估值

代码	公司	市值 (亿人民币)	营业收入 (亿人民币)		PS	
			25E	26E	25E	26E
2533.HK	黑芝麻智能	110	8.5	14.6	12.9	7.5
9660.HK	地平线机器人	890	34.6	58.5	25.7	15.2
2431.HK	佑驾创新	96	10.3	15.0	9.3	6.4
1274.HK	知行科技	31	18.5	28.5	1.7	1.1
002920.SZ	德赛西威	555	348.3	427.1	1.6	1.3
MBLY.US	Mobileye	984	126.2	144.2	7.8	6.8
ECX.US	亿咖通科技	44	69.2	90.1	0.6	0.5
	平均				8.5	5.5

资料来源：彭博，国证国际整理

另外，我们采用 DCF 估值法进行估值。我们给予 WACC 为 14%，假设永续增长率为 2%。由此计算的市值为 115.2 亿港元，对应股价为 28.8 港元。

综合 DCF 和 PS 估值法，我们认为公司的合理股价为 31.4 港元，距离现价有 20% 的上升空间。首次覆盖给与“买入”评级，

图 26: DCF 估值

自由现金流折现模型估值 (DCF Valuation)																	
(年结31/12; RMB 000)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034	FY 2035	FY 2036	FY 2037	FY 2038
	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	279,368	476,206	654,481	1,025,118	1,500,671	2,084,680	2,871,778	3,919,977	5,291,969	7,101,823	9,466,730	12,401,416	16,072,235	20,080,294	24,530,249	29,438,298	35,029,195
增长率%		70.5%	37.4%	56.6%	46.4%	39.6%	37.1%	36.5%	35.0%	34.2%	33.3%	31.0%	29.6%	25.0%	22.1%	20.0%	19.0%
EBIT	-223,922	-228,833	-229,314	-168,119	-85,538	52,366	140,717	286,158	428,650	632,062	1,060,274	1,525,374	2,153,679	2,862,822	3,581,416	4,327,136	5,254,379
增长率%	-80.2%	-48.1%	-35.0%	-16.4%	-5.7%	2.5%	4.9%	7.3%	8.1%	8.9%	11.2%	12.3%	13.4%	14.2%	14.6%	14.7%	15.0%
EBIT率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
有效税率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT x (1-有效税率)	-223,922	-228,833	-229,314	-168,119	-85,538	52,366	161,825	329,082	492,947	726,872	1,219,315	1,754,180	2,476,731	3,280,745	4,118,629	4,976,206	6,042,536
+ 折旧	16,919	25,267	28,558	14,318	28,944	34,151	39,274	43,201	50,545	55,600	63,940	73,531	84,560	99,781	117,742	141,290	169,548
+ 营运资金变动	-69,380	-127,943	-73,769	-167,102	-51,241	-52,768	-63,321	-75,986	-98,781	-120,513	-147,026	-179,372	-206,277	-237,219	-272,802	-313,722	-360,781
- 资本支出	-23,249	-27,188	-71,020	-43,891	-44,503	-35,054	-38,559	-41,258	-44,146	-47,237	-55,739	-65,772	-77,611	-93,134	-102,447	-112,692	-123,961
自由现金流, FCF	-299,632	-358,697	-345,545	-364,794	-152,339	-1,204	99,218	255,039	400,564	614,722	1,080,489	1,582,567	2,277,403	3,050,173	3,961,121	4,691,082	5,727,343
增长率%								157.0%	57.1%	53.5%	75.8%	46.5%	43.9%	33.9%	26.6%	21.5%	22.1%
折现年份					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
折现因子				1.0000	0.8772	0.7695	0.6750	0.5921	0.5194	0.4556	0.3996	0.3506	0.3075	0.2697	0.2366	0.2076	0.1821
FCF现值				-364,794	-133,630	-1,003	66,969	151,004	208,041	280,059	431,804	554,783	700,319	822,765	913,608	973,677	1,042,774
FY2025-38 FCF现值总额					5,646,376												
永续期价值现值					4,715,657												
企业价值					10,362,032												
加: 净现金					277,505												
减: 少数股东权益					-												
DCF 估值 (HKD 000)					11,519,637												
假设:																	
WACC					14.0%												
永续增长率					2.0%												
数据来源: ifind资讯, 国证国际预测																	
预测股价					28.8												
当前股价					26.3												
上涨空间					9.7%												

资料来源: 公司招股书、国证国际预测

图 27: DCF 估值法下目标价的敏感性分析

		永续增长率				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	12.0%	35.1	36.0	36.9	37.9	39.0
	13.0%	31.1	31.8	32.5	33.3	34.1
	14.0%	27.7	28.2	28.8	29.4	30.1
	15.0%	24.8	25.2	25.7	26.1	26.7
	16.0%	22.2	22.6	22.9	23.3	23.8

资料来源: 国证国际预测

5. 风险提示

- 1) 股票解禁对股价的负面影响;
- 2) 容易受原材料及关键部件供应短缺以及成本增加的影响;
- 3) 解决方案的性能不理想或缺陷, 或未能维持有效的质量管理体系, 可能会损害公司的声誉, 导致解决方案退货或召回。

附表：财务报表预测

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	992	1,539	1,490	1,591	1,854
现金及等价物	198	794	488	378	439
应收款	334	506	714	878	1,042
其他应收款项	461	239	288	335	374
非流动资产	96	139	152	173	179
物业、厂房及设备	36	44	64	85	91
无形资产	10	19	16	20	24
其他非流动资产	50	76	71	67	64
资产总计	1,088	1,678	1,643	1,764	2,033
流动负债	284	490	602	780	950
应付款项	130	226	312	462	601
计息银行及其他借款	78	159	175	193	212
其他流动负债	76	104	114	125	137
非流动负债	51	45	49	53	58
借款	19	32	35	39	43
其他非流动负债	19	6	6	6	6
递延收入	13	8	8	8	9
负债合计	335	535	651	834	1,008
股东权益合计	753	1,143	992	930	1,024
现金流量表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	(276)	(216)	(280)	(85)	74
投资活动产生现金流量	(188)	143	(47)	(48)	(39)
融资活动产生现金流量	419	669	21	23	25
现金净变动	(46)	596	(306)	(110)	60

单位：百万元

利润表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476	654	1,025	1,501	2,095
营业成本	(408)	(550)	(854)	(1,228)	(1,690)
毛利	68	105	171	273	404
销售及管理费用	(147)	(178)	(155)	(161)	(163)
研发费用	(150)	(156)	(185)	(198)	(189)
其他收入	23	7	24	28	38
营业利润	(206)	(223)	(144)	(58)	90
营业外收入	(1)	(5)	(0)	(1)	(0)
利润总额	(207)	(228)	(144)	(58)	90
所得税	0	0	0	0	0
净利润	(207)	(228)	(144)	(59)	90
少数股东损益	(10)	(11)	(7)	(3)	4
归母公司净利润	(197)	(216)	(137)	(56)	85
主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)					
营业收入	70%	177%	57%	46%	40%
归母净利润	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
盈利能力(%)					
毛利率	14%	16%	17%	18%	19%
净利率	-41%	-33%	-13%	-4%	4%
ROE	N/A	N/A	N/A	N/A	5%
偿债能力(%)					
流动比率	349%	314%	248%	204%	195%
资产负债率	31%	32%	40%	47%	50%

资料来源：公司招股书、国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的佑驾创新公司在过去 12 个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的讲解)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010