



葉海燕, CFA, CESGA
電話: +852 2533 3723
電郵: evayip@sbichinacapital.com

建議	強烈買入
目標價(港元)	42.70
現價(港元)	26.35
52 周最高價/最低價(港元)	39.50/16.70
市值(億港元)	105.39

資料來源: 彭博及軟庫中華

佑駕創新 (2431.HK)

公司事件點評: 配股募資支持 L4 自動駕駛業務商業化落地

事件

佑駕創新發佈公告, 公司以每股 23.26 港元配售最多 680 萬股新 H 股。配售股份佔發行配售股份擴大後的已發行股份數目約 1.67%。集資淨額約 1.55 億港元。配售價 23.26 港元, 較配售前股價折讓 14.80%。

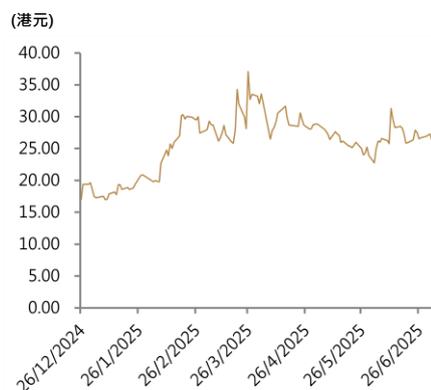
點評

配售所得款項淨額用於提升智能駕駛解決方案功能表現及滿足快速增長的中高階輔助駕駛項目規模化落地需求、L4 級自動駕駛解決方案的技術升級, 支持載人載貨自動駕駛場景的商業化落地、用作潛在收購; 及營運資金。公司仍處快速成長階段而尚未實現盈利, 國內高階智駕全面落地, 但中高階輔助駕駛業務特別是 L4 級自動駕駛解決業務仍處投資期, 需要資金支撐發展。按汽車行業特性, 回款集中於第四季度, 配售事項所得資金可以緩解資金短期壓力。

佑駕創新坐擁卓越的全棧自研能力, 平台化及軟硬體一體化研發能力賦予公司的解決方案極大的技術優勢和性價比, 有助公司把握智駕平權時代機遇。

公司今年再獲得多個新客戶定點, 項目有序推進中, 我們預計公司將在 2025 年實現單季盈虧平衡, 2026 年可實現盈虧平衡。我們預測佑駕創新於 2025 淨虧損較 2024 年收窄, 至 2026 年可以扭虧為盈。我們預測 2025 年股東應佔淨虧損為 1.4 億元人民幣, 2026 年股東應佔淨利潤為 1,908.3 萬元人民幣。我們微調每股盈利以反映公司配售後影響, 2025 及 2026 年每股盈利下調 1-6%。維持強烈買入評級, 目標價從 43.50 港元下調至 42.70 港元, 基於 26 年 8 倍市銷率。

股價表現



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	5.4%	-18.5%	不適用
相對恒指	3.0%	-23.9%	不適用

資料來源: 彭博及軟庫中華

財務資料與估值

年結日: 12 月 31 日

(百萬元人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
收入	476.2	654.5	1,062.8	1,747.0
歸屬母公司淨利潤	(197.2)	(216.5)	(144.3)	19.1
每股盈利(人民幣分)	(59.36)	(61.32)	(36.14)	4.78
同比	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	22.3	16.2	10.0	6.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源: 公司及軟庫中華

公司簡介

佑駕創新成立於 2014 年，是國內智能駕駛和座艙解決方案領先供應商，提供全面的智能駕駛和座艙解決方案。產品包括 1.) 智能駕駛解決方案包括 L0 至 L2 級駕駛輔助解決方案(iSafety)和 L2 至 L2+ 級智能導航輔助解決方案(iPilot)系列，以及 L4 級自動駕駛功能的 iRobo 解決方案、2.) 智能座艙解決方案及 3.) 車路協同。公司的客戶主要包括整車廠及一級供應商。公司直接向整車廠提供解決方案，以定制其技術並將其集成到客戶的車型中。公司亦向一級供應商提供解決方案，由供應商將公司的技術集成到其產品中，然後再供應予整車廠。

風險

- 產品商業化進展不及預期；
- 自動駕駛滲透率不及預期；
- 行業競爭激烈；
- 未能跟隨市場需求研發新解決方案維持競爭力；
- 下游整車廠及一級供應商等客戶對智駕解決方案的降價壓力大於預期；
- 政府自動駕駛政策變動；
- 產品因設計或質量缺陷遭索賠；
- 財務風險，盈虧平衡慢於預期。

財務報表及主要財務比率

損益表

年結日：12月31日 (百萬元人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
收入	476.2	654.5	1,062.8	1,747.0
<i>同比變動</i>	70.5%	37.4%	62.4%	64.4%
銷售成本	(408.2)	(549.7)	(867.1)	(1,348.7)
毛利	68.0	104.8	195.7	398.3
其他收入	29.3	29.5	42.5	52.4
經營開支	(303.0)	(356.7)	(385.8)	(426.3)
經營利潤/虧損	(205.7)	(222.5)	(147.6)	24.4
融資成本	(1.4)	(5.2)	(4.2)	(4.3)
合營及聯營企業損益	-	-	-	-
稅前利潤/虧損	(207.1)	(227.7)	(151.8)	20.1
所得稅開支	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
淨利潤/虧損	(207.2)	(227.7)	(151.8)	20.1
少數股東損益	(9.9)	(11.3)	(7.5)	1.0
歸屬母公司淨利潤/虧損	(197.2)	(216.5)	(144.3)	19.1
<i>同比變動</i>	不適用	不適用	不適用	不適用
每股盈利/虧損(人民幣分)	(59.4)	(61.3)	(36.1)	4.8
<i>同比變動</i>	不適用	不適用	不適用	不適用
每股股利(人民幣)	-	-	-	-
經調整 EBITDA	(154.7)	(161.0)	(100.9)	57.7
經調整淨利潤/虧損	(184.8)	(166.7)	(141.8)	20.1

資產負債表

年結日：12月31日 (百萬元人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
固定資產	35.7	43.9	39.3	36.1
無形資產	10.3	18.9	18.6	18.6
其他非流動資產	49.7	76.4	68.9	63.4
非流動資產	95.7	139.2	126.9	118.1
存貨	145.0	124.2	166.3	240.2
貿易應收款項	333.6	506.5	436.8	502.6
現金或現金等物	197.9	793.9	708.4	659.0
其他	315.6	114.5	114.5	114.5
流動資產	992.1	1,539.1	1,425.9	1,516.3
總資產	1,087.8	1,678.3	1,552.8	1,634.3
長期借貸	18.8	32.1	44.1	45.4
其他非流動負債	32.0	13.3	13.3	13.3
非流動負債	50.8	45.4	57.3	58.6
應付款項	130.1	226.3	213.8	258.7
短期貸款	77.9	159.4	176.2	181.5
其他流動負債	76.0	104.1	104.1	104.1
流動負債	284.0	489.8	494.1	544.2
總負債	334.7	535.2	551.4	602.9
股東權益	733.5	1,134.8	990.5	1,009.6
非控股權益	19.6	8.3	10.8	21.8
總負債及總權益	1,087.8	1,678.3	1,552.8	1,634.3

資料來源：彭博、公司及軟庫中華

現金流量表

 年結日：12月31日
 (百萬人民幣)

財務指標

	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	年結日：12月31日	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
稅前利潤	(207.1)	(227.7)	(152.2)	19.2	收入同比變動	70.5%	37.4%	62.4%	64.4%
折舊與攤銷	26.4	30.3	34.1	30.6	每股盈利同比變動	不適用	不適用	不適用	不適用
營運資金變動	(127.9)	(73.8)	15.1	(94.8)	毛利率	14.3%	16.0%	18.4%	22.8%
其他	30.9	50.2	2.6	2.7	經營利潤率	-43.2%	-34.0%	-13.9%	1.4%
經營活動現金流	(276.3)	(215.8)	(95.8)	(37.1)	淨利潤率	-43.5%	-34.8%	-14.3%	1.1%
					EBITDA 利潤率	-32.5%	-24.6%	-9.5%	3.3%
資本開支	(27.2)	(71.0)	(22.0)	(22.0)	股本回報率	N/A	N/A	N/A	1.9%
其他	(161.2)	213.8	-	-	資產回報率	N/A	N/A	N/A	1.3%
投資活動現金流	(188.4)	142.8	(22.0)	(22.0)	流動比率	349.4%	314.2%	288.6%	278.6%
					速動比率	298.3%	288.9%	254.9%	234.5%
權益變動	348.5	616.7	145.1	-	現金比率	69.7%	162.1%	143.4%	121.1%
淨借貸	41.1	94.8	60.6	6.4	負債權益比率	13.2%	16.9%	22.2%	22.5%
股息支出	-	-	-	-	庫存周轉天數	140.1	89.3	70.0	65.0
其他	31.4	(36.7)	10.0	10.0	應收款項周轉天數	211.3	234.3	150.0	105.0
融資活動現金流	418.9	668.7	208.7	8.7	應付款項周轉天數	108.0	118.3	90.0	70.0
淨現金變動	(45.8)	595.8	90.9	(50.4)	營運資金周轉天數	243.4	205.3	130.0	100.0
公司自由現金流	(300.2)	(279.3)	(110.8)	(51.4)	股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源：彭博、公司及軟庫中華

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

建議強烈買入：未來 12 個月絕對增長超過 50%

建議買入：未來 12 個月絕對增長超過 10%

建議持有：未來 12 個月絕對回報在 -10%至 +10%

建議沽售：未來 12 個月絕對下降超過 10%

建議強烈沽售：未來 12 個月絕對下降超過 50%

披露：投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

於 2024 年 12 月軟庫中華金融服務有限公司擔任深圳佑駕創新科技股份有限公司(2431.HK)全球發售之整體協調人、聯席全球協調人、聯席賬簿管理人、聯席牽頭經辦人、資本市場仲介人及包銷商；及軟庫中華金融服務有限公司同系附屬公司擔任深圳佑駕創新科技股份有限公司之合規顧問。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在適用法律許可情況下，在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給特定客戶、專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。