

2025年8月26日
佑驾创新(2431.HK)

收入增长势头强劲，L4 新业务实现关键突破

上半年佑驾创新营业收入达到 3.5 亿元（人民币，下同，列明除外），同比大幅增长 46.1%。经调整净亏损 1.4 亿元，亏损幅度扩大。我们认为佑驾创新需要扩大研发团队与研发费用去支撑各项业务快速发展，2027 年扭亏为盈的预期不变。考虑同业估值水平及公司业务前景，维持目标价 31.4 港元，买入评级，相当于 26 年 8.1 倍预测市销率。

报告摘要

收入增长势头强劲。2025 年上半年佑驾创新营业收入达到 3.5 亿元，同比大幅增长 46.1%；归母净亏损 1.5 亿元，去年同期为净亏损 1.1 亿元。经调整净亏损 1.4 亿元，去年同期为净亏损 0.8 亿元，亏损幅度扩大，主要因公司为抓住智驾平权发展机遇，持续进行高端人才引进和技术投入，导致管理费用及研发费用有所增加。

公司以智能驾驶及智能座舱为核心业务，致力于赋能行业生态搭建及协同合作。1) 在 2025 年上半年佑驾创新的智能驾驶解决方案取得收入为 2.4 亿元，同比增长 32.4%，占总收入的比例约为 69.8%。公司智能驾驶解决方案涵盖自研并经过量产验证的 L0 级至 L2+级智能驾驶解决方案，L4 自动驾驶解决方案。上半年，随着《营运货车安全技术条件第 1 部分：载货汽车》等 5 项行业标准修改的落地，商用车从 26 年起将强制安装自动紧急制动系统，这将大幅促进佑驾的 AEBS 增长，另外新增 18 个整车厂及一级供应商项目定点，其中包括 4 家主机厂的 6 个车型平台项目。佑驾的 L4 级无人小巴 iRobo 自 2025 年 2 月在苏州完成首单商业化落地后，已累计在黑龙江、上海、杭州等城市投入运营十多个项目，覆盖园区接驳、智慧旅游等场景。另外公司积极探索更多 L4 自动驾驶业务场景，将自动驾驶技术从载人场景逐步复制到载货场景，包括无人物流、干线运输、机场及矿山等特定场景专用车等业务形式。公司的第一代无人物流车设计容量达 5.5 立方米，最大载重可超过 1 吨，预计将于今年第四季度正式交付。2) 智能座舱解决方案取得收入为 0.6 亿元，同比增长 99.0%，占总收入的比例为 17.6%。3) 车路协同业务取得收入为 0.4 亿元，同比增长 63.4%，占总收入的比例为 11.2%。

投资建议。我们预测公司 2025-2027 年的营业收入达到 9.8/14.2/20.0 亿元（此前预测为 10.3/15.0/21.0 亿元），同比增长 50.3%/44.5%/40.5%，归母净利润达到 -1.9/-1.0/0.3 亿元（此前预测为 -1.4/-0.6/0.9 亿元）。下调盈利预测的原因是，公司需扩大研发团队规模、增加研发费用以支撑各项业务快速发展，但 2027 年扭亏为盈的预期不变。考虑同业估值水平及公司业务前景，维持目标价 31.4 港元，买入评级，相当于 26 年 8.1 倍预测市销率。

风险提示：解决方案的性能不理想或缺陷；原材料及关键部件供应短缺；

(年结 31/12; 百万元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	476	654	984	1,421	1,996
增长率 (%)	70%	177%	50%	45%	40%
净利润	-197	-216	-194	-98	25
增长率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率 (%)	14%	16%	16%	18%	19%
净利润率 (%)	-41%	-33%	-20%	-7%	1%
ROE, 平均 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	2%
每股盈利 (元)	(0.59)	(0.61)	(0.49)	(0.25)	0.06
每股净资产 (元)	2.27	3.24	2.32	2.05	2.12
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	365.8
市净率 (x)	10.3	7.2	10.0	11.3	11.0
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

智能驾驶

投资评级：买入

维持买入 评级

6 个月目标价 31.4 港元

股价 2025-8-25 25.0 港元

总市值(亿港元) 101.69

流通市值(亿港元) 79.24

总股本(亿股) 4.07

流通股本(亿股) 3.17

12 个月低/高(港元) 16.7/39.5

平均成交(百万港元) 29.44

股东结构

刘国清 17.2%

其他 82.8%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.4	-10.94	N/A
绝对收益	-0.4	0.0	N/A

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

+85222131422

jimmywang@sdicsi.com.hk

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	1,479	1,542	1,737
现金及等价物	198	794	592	484	497
应收款	334	506	609	739	883
其他应收款项	461	239	278	319	358
非流动资产	96	139	142	157	170
物业、厂房及设备	36	44	54	70	82
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	1,621	1,700	1,907
流动负债	284	490	618	798	970
应付款项	130	226	312	462	601
计息银行及其他借款	78	159	191	210	231
其他流动负债	76	104	114	125	137
非流动负债	51	45	75	82	89
借款	19	32	61	67	74
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	693	879	1,059
股东权益合计	753	1,143	929	820	848

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)	(227)	(97)	22
投资活动产生现金流量	(188)	143	(37)	(38)	(39)
融资活动产生现金流量	419	669	63	27	30
现金净变动	(46)	596	(202)	(108)	13

单位：百万元

利润表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	476	654	984	1,421	1,996
营业成本	(408)	(550)	(822)	(1,164)	(1,611)
毛利	68	105	161	257	385
销售及管理费用	(147)	(178)	(192)	(190)	(196)
研发费用	(150)	(156)	(192)	(190)	(192)
其他收入	23	7	18	21	29
营业利润	(206)	(223)	(204)	(103)	27
营业外收入	(1)	(5)	(0)	(1)	(0)
利润总额	(207)	(228)	(204)	(103)	27
所得税	0	0	0	0	0
净利润	(207)	(228)	(204)	(103)	27
少数股东损益	(10)	(11)	(10)	(5)	1
归母公司净利润	(197)	(216)	(194)	(98)	25

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)					
营业收入	70%	177%	50%	45%	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%	16%	18%	19%
净利率	-41%	-33%	-20%	-7%	1%
ROE	N/A	N/A	N/A	N/A	2%
偿债能力(%)					
流动比率	349%	314%	239%	193%	179%
资产负债率	31%	32%	43%	52%	56%

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

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到日本、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 规则的解释),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: +852-22131000 传真: +852-22131010