



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

佑駕創新 (2431.HK)

L4 業務商業化進程全面提速;應用從載人場景複製至載貨場景

建議	強烈買入
目標價(港元)	40.10
現價(港元)	22.90
52 周最高價/最低價(港元)	39.50/16.70
市值(億港元)	93.14

資料來源: 彭博及軟庫中華

事件: 佑駕創新公佈與中國郵政集團有限公司深圳市分公司(深圳郵政)及公共交通經營企業深圳市東部公共交通有限公司達成合作框架協議, 公司將作為技術和產品的供應方、深圳郵政作為場景落地的支持方、東部公交為無人車平台方。公司亦公告近期成功中標中國湖北省鄂州花湖國際機場無人駕駛擺渡車項目。

點評

從載人場景遷移至載貨場景

佑駕創新公佈與深圳郵政及深圳市東部公共交通達成合作框架協議。根據合作協議, 三方將以各自核心資源與管道優勢為基石, 聚焦「物流+公交」兩大核心場景, 提升公共資源利用率。合作將圍繞四大方向推進: 1)推動三方員工技能互通與崗位柔性流動; 無人物流車與公交的融合應用, 有效減低企業運輸成本, 探索城市無人物流場景應用; 3)公交場站空間複合利用, 系統性整合物流分撥、便民服務、能源補給等複合功能, 啟動公交設施空間價值; 4)場景拓展合作; 全面為產業及全社會物流體系降本增效、資源利用等提供有效的合作模式。

內地政策支持力度加大, 商業化前景逐漸明朗。公司積極探索更多 L4 自動駕駛業務場景, 公司從無人小巴拓展至無人物流, 將自動駕駛技術從載人場景遷移至到載貨場景。框架協議將有助 L4 業務於更多場景應用, 商業化進程全面提速。

公司上半年 L4 業務迎來突破, 首次實現規模化收入, 上半年錄得收入 1,005.8 萬元人民幣。iRobo 解決方案佔比 3%。預期更多項目落地, L4 業務將持續增長及高毛利率 L4 業務佔比提升有助整體毛利率。

切入民航場景

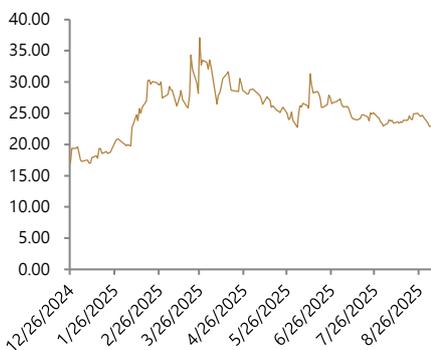
公司公佈成功中標中國湖北省鄂州花湖國際機場無人駕駛擺渡車項目。鄂州機場項目為公司首個機場自動駕駛商業化項目。項目將涉及提供 L4 級無人小巴擺渡服務。無人小巴可自主調度充電, 支持「定點循環+預約調度」混合運行模式, 並透過 V2X 路協同通信融入機場運行體系。該項目標誌著公司在智慧民航場景取得關鍵突破。機場地面運行區域交通規則複雜、安全標準嚴苛, 對自動駕駛系統的感知精度、決策實時性和控制準確性具嚴格要求。擺渡場景的自動駕駛產品存在高度壁壘, 公司成功中標項目彰顯其技術優勢。

盈利預測及估值

主機廠把握智駕平權機遇, 公司獲得更多主機廠定點項目及平台型定點, 業績彈性將更為顯著。我們預測公司 2025/2026 年的收入達到 10.2/15.5 億元人民幣, 同比增長 56.6%/51.1%, 預期 26 年可實現單季盈虧平衡、27 年可以扭虧為盈。業績拐點將可支撐高估值。目標價 40.10 港元, 按 9 倍 P/S, 維持強烈買入評級。

股價表現

(港元)



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	-2.2%	-12.6%	不適用
相對恒指	-3.5%	-18.5%	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

(百萬人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
收入	476.2	654.5	1,025.5	1,549.5
歸屬母公司淨利潤	(197.2)	(216.5)	(181.5)	(98.1)
每股盈利(人民幣分)	(59.36)	(61.32)	(44.99)	(24.11)
同比	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	17.9	13.1	8.3	5.5
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 (百萬人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
收入	476.2	654.5	1,025.5	1,549.5
同比變動	70.5%	37.4%	56.7%	51.1%
銷售成本	(408.2)	(549.7)	(858.3)	(1,247.4)
毛利	68.0	104.8	167.1	302.1
其他收入	29.3	29.5	25.6	31.0
經營開支	(303.0)	(356.7)	(390.7)	(441.6)
經營利潤/虧損	(205.7)	(222.5)	(197.9)	(108.5)
融資成本	(1.4)	(5.2)	0.7	1.9
合營及聯營企業損益	-	-	-	-
稅前利潤/虧損	(207.1)	(227.7)	(197.2)	(106.6)
所得稅開支	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
淨利潤/虧損	(207.2)	(227.7)	(197.2)	(106.6)
少數股東損益	(9.9)	(11.3)	(15.8)	(8.5)
歸屬母公司淨利潤/虧損	(197.2)	(216.5)	(181.5)	(98.1)
同比變動	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)	(45.0)	(24.1)
同比變動	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)	(131.5)	(66.3)
經調整淨利潤/虧損	(184.8)	(166.7)	(174.2)	(106.6)

資產負債表

年結日：12月31日 (百萬人民幣)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
固定資產	35.7	43.9	45.5	46.7
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	133.0	128.6
存貨	145.0	124.2	164.6	222.1
貿易應收款項	333.6	506.5	421.4	445.7
現金或現金等物	197.9	793.9	838.6	670.9
其他	315.6	114.5	114.5	114.5
流動資產	992.1	1,539.1	1,539.2	1,453.3
總資產	1,087.8	1,678.3	1,672.2	1,581.9
長期借貸	18.8	32.1	48.4	44.2
其他非流動負債	32.0	13.3	13.3	13.3
非流動負債	50.8	45.4	61.7	57.5
應付款項	130.1	226.3	211.6	239.2
短期貸款	77.9	159.4	193.8	176.8
其他流動負債	76.0	104.1	104.1	104.1
流動負債	284.0	489.8	509.5	520.1
總負債	334.7	535.2	571.2	577.5
股東權益	733.5	1,134.8	1,098.5	1,004.4
非控股權益	19.6	8.3	2.5	4.0
總負債及總權益	1,087.8	1,678.3	1,672.2	1,581.9

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)

	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	財務指標	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
稅前利潤	(207.1)	(227.7)	(197.2)	(106.6)	收入同比變動	70.5%	37.4%	56.7%	51.1%
折舊與攤銷	26.4	30.3	32.9	31.2	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)	29.9	(54.3)	毛利率	14.3%	16.0%	16.3%	19.5%
其他	30.9	50.2	10.4	10.9	經營利潤率	-43.2%	-34.0%	-19.3%	-7.0%
經營活動現金流	(276.3)	(215.8)	(124.6)	(120.6)	淨利潤率	-43.5%	-34.8%	-19.2%	-6.9%
					EBITDA 利潤率	-32.5%	-24.6%	-12.8%	-4.3%
資本開支	(27.2)	(71.0)	(27.0)	(27.0)	股本回報率	不適用	不適用	不適用	不適用
其他	(161.2)	213.8	-	-	資產回報率	不適用	不適用	不適用	不適用
投資活動現金流	(188.4)	142.8	(27.0)	(27.0)	流動比率	349.4%	314.2%	302.1%	279.5%
					速動比率	298.3%	288.9%	269.8%	236.7%
權益變動	348.5	616.7	145.1	-	現金比率	69.7%	162.1%	164.6%	129.0%
淨借貸	41.1	94.8	50.7	(21.3)	負債權益比率	13.2%	16.9%	22.1%	22.1%
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	196.3	(20.1)	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	44.7	(167.7)	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)	(142.1)	(138.7)	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服務有限公司或其同系附屬/關聯公司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、資本市場中介人及香港公開發售包銷商；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。