

2025 年 09 月 03 日

证券研究报告·2025 年中报点评

千里科技（601777）汽车

当前价：11.61 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

双轮驱动稳业绩，“AI+车”探商业化

投资要点

- **业绩总结：**2025 年上半年实现营收 41.84 亿元（同比+40.0%），归母净利润 3117 万元（同比+19.0%），营收利润双增，增长动能强劲。
- **经营分析：**25H1，公司营收增长主要得益于汽车及摩托车业务销量提升；归母净利润虽同比增长但扣非后归母净利润-1.3 亿元（去年同期 0.2 亿元），同比下滑 903.9%，主因主营业务盈利能力仍待改善，而归母净利润盈利依赖 1.7 亿元政府补助及 0.3 亿元处置长期股权投资收益（合计非经常性损益 1.6 亿元）。盈利能力上，毛利率 8.3%（同比降 0.33pp，受产品结构影响），研发费用 2.9 亿元（同比+59.7%，研发费用率 6.9%），销售费用同比降 21.2%（费用管控良好），财务费用-1.0 亿元（主因 1.1 亿元汇兑收益）；现金流表现强劲，经营活动净现金流 13.2 亿元（同比+396.3%），经营性现金回款良好。
- **终端业务：汽车+摩托车双轮驱动，筑牢业绩基本盘。**作为公司发展的基石，终端业务凭借汽车与摩托车板块的协同增长，成为业绩稳定贡献的核心支撑。1）汽车板块聚焦“充换电一体化”核心能力建设，一方面深度绑定曹操出行等 B 端营运市场，保障基础销量；另一方面加速国际市场布局，欧洲（意大利、西班牙）市场超额完成目标，印尼市场实现睿蓝 8 项目落地，逐步打开海外增长空间。2）摩托车板块以国际化拓展为战略重心，出口业务已成为行业增长主要引擎，产品覆盖全球 87 个国家，新增巴西、埃及、乍得、南非等新兴市场；技术升级同步推进，通过混合动力路线降本提效，研发 L0 级辅助驾驶系统、预研电子节气门，获 26 个欧标认证，持续强化产品高端化、智能化竞争力，成为收入增长重要驱动力。
- **科技业务：“AI+车”破局，场景闭环有望逐步实现商业化。**科技业务是公司智能化转型核心，公司聚焦“AI+车”构建“AI 智行开放平台”。1）智驾领域，2025 年 6 月发布“千里智驾 1.0”（分三版，旗舰版 700TOPS 算力对标英伟达 Thor，含“车位到车位”功能），联合吉利推“千里浩瀚”系统并量产搭载，规划未来 6 个月发 L3 级、2026 下半年发 L4 级方案；2）智舱领域，公司依托阶跃星辰的大模型技术积累，融合多模态大模型、端到端语音大模型等领先 AI 能力，打造下一代智能座舱 NaturalUI 自然交互产品，进一步强化产品市场竞争力；3）公司设立“千里智驾”合资公司（吉利等三方各 30%、路特斯 5%、员工激励平台 5%）整合资源，并借睿蓝汽车与曹操出行的“定制车型+智驾技术+出行平台”闭环推进 Robotaxi 商业化——2022 年联合开发定制车型、2025 年 2 月试点服务，计划 2026 年底前推 L4 级定制车型（TCO 低于行业），既验证技术又推动融合，助力科技业务盈利转化与长期增长。
- **估值与投资建议。**我们选取五家公司作为可比公司分别位于摩托车、乘用车以及智能驾驶等科技业务行业，三家摩托车、乘用车可比公司估值 25 年 PS 平均值为 1.3X；考虑到公司正加速向“AI+车”科技平台转型，科技业务是未来核心增长点，参考两家智能驾驶可比公司 PS 为 23.04X。公司深度绑定吉利汽车生态，在智能驾驶、智能座舱领域的技术布局与产品落地有望加速，并通过曹操出行探索 Robotaxi 商业化，长期增长空间广阔。随着公司科技业务逐步兑现，其估值体系有望重塑，建议关注。

西南证券研究院

分析师：郑连声

执业证号：S1250522040001

电话：010-57758531

邮箱：zlsn@swsc.com.cn

分析师：郭靖雯

执业证号：S1250524120001

电话：13816627924

邮箱：gjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.21
流通 A 股(亿股)	45.21
52 周内股价区间(元)	3.81-12.1
总市值(亿元)	524.90
总资产(亿元)	223.96
每股净资产(元)	2.33

相关研究

- **风险提示：**宏观经济不及预期的风险；智能化渗透率不及预期的风险；技术迭代不及市场的风险；智能驾驶和 Robotaxi 拓展不及预期的风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7035.19	8574.71	10796.00	13297.07
增长率	3.94%	21.88%	25.91%	23.17%
归属母公司净利润（百万元）	40.02	85.46	135.18	240.96
增长率	65.28%	113.55%	58.19%	78.25%
每股收益 EPS（元）	0.01	0.02	0.03	0.05
净资产收益率 ROE	-2.82%	0.80%	1.24%	2.17%
PE	1312	614	388	218
PB	4.50	4.40	4.35	4.25

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 智能驾驶的转型先锋	1
1.1 战略转型构筑“AI+车”生态体系	1
1.2 财务分析：业绩迎来修复新增长	3
2 终端业务：作为公司基石业务	5
3 科技业务：技术迭代与场景落地并行，构筑增长新引擎	6
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测	8
4.2 相对估值	9
5 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：截止 2025 年半年报股权结构.....	1
图 3：2019-2025H1 公司营业收入.....	3
图 4：2019-2025H1 公司归母净利润.....	3
图 5：2019-2025H1 公司主营业务收入拆分（亿元）.....	4
图 6：2019-2025H1 公司主营业务营收占比.....	4
图 7：2019-2025H1 公司综合毛利率及净利率情况.....	4
图 8：2019-2025H1 公司主营业务毛利率情况.....	4
图 9：2019-2025H1 公司期间费用率情况.....	5
图 10：2019-2025H1 公司研发费用情况.....	5
图 11：25H1 终端业务占总营收情况.....	5
图 12：25H1 各部分业务占终端业务比例情况.....	5
图 13：2025 年 6 月发布“千里智驾 1.0”解决方案.....	7
图 14：2026 年 H1 前智驾发布周期.....	7

表 目 录

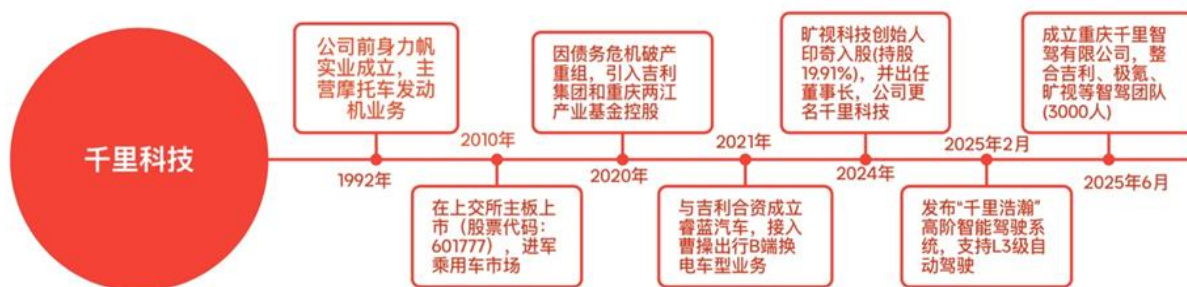
表 1：公司管理层团队及其履历.....	2
表 2：公司主营业务产品及简介.....	2
表 3：成立千里智驾合资公司，进军智驾领域.....	6
表 4：分业务收入及毛利率.....	8
表 5：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

1 智能驾驶的转型先锋

1.1 战略转型构筑“AI+车”生态体系

公司简介与发展历程：公司聚焦“AI+车”赛道，历经摩托车起家、乘用车/新能源探索、破产重组引资本、AI+车转型四大发展阶段，业务结构完成重大调整，形成“终端业务+科技业务”双轮驱动格局。深度布局汽车、摩托车、内燃机及智能汽车解决方案业务，借智能化、网联化转型重塑发展路径，依托吉利制造底蕴与旷视 AI 算法，整合终端制造与科技研发优势。在汽车智能化变革浪潮中，终端业务（乘用车、摩托车等）稳健增长，科技业务（智能驾驶、Robotaxi）加速突破，已成长为智能出行领域转型先锋，以“终端+科技”双轮驱动巩固行业创新参与者地位，持续拓展智能出行价值边界，正以 AI 赋能为核心，进入科技业务快速崛起的新发展周期。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：公司股权结构呈“国有资本+产业龙头+科技新贵”三元特征，第一大股东满江红基金（吉利、重庆两江产业集团联合控股）筑牢产业与政策根基；第二大股东为旷视印奇控制的重庆江河顺遂，注入 AI 算法；第三大股东系原力帆持股平台，彰显历史沿革。

图 2：截止 2025 年半年报股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理团队：公司管理团队构建了“科技+产业+场景”的黄金三角架构，由旷视科技创始人印奇领衔 AI 战略，前华为车 BU 总裁王军主导技术落地，吉利系高管负责产业协同，曹操出行创始人刘金良提供场景支持，形成覆盖算法研发、工程实现和商业运营的完整能力闭环。

表 1：公司管理层团队及其履历

姓名	职务	简介
印奇	董事长	2011 年创立中国人工智能公司北京旷视科技有限公司，担任重庆千里科技股份有限公司执行董事、董事会主席、首席执行官。现任全国工商联执委以及北京市工商联兼职副主席、北京市政协委员。
周宗成	总裁	曾任枫盛汽车科技集团有限公司副总裁，重庆千里科技股份有限公司董事、董事长。2021 年 2 月至 2022 年 9 月任重庆睿蓝汽车科技有限公司副总裁。现任重庆千里科技股份有限公司党委书记、总裁。
王军	联席总裁	曾任电子工业部 41 所（现中国电子科技集团公司第四十一研究所）工程师；华为技术有限公司 3G 开发部部长，4G 产品线总裁，日本韩国地区部总裁，智能汽车解决方案（车）BU 总裁。
夏雨扬	副总裁	曾任中国国际金融有限公司投资银行部董事总经理，拥有丰富的境内外资本市场运作经验；现任重庆千里科技股份有限公司副总裁
杨波	副总裁	现任重庆千里科技股份有限公司副总裁，重庆力帆（集团）进出口有限公司、重庆力帆摩托车产销有限公司、重庆力帆实业集团销售有限公司等下属子公司执行董事。
黄强	副总裁，财务负责人	曾任戴尔计算机（中国）有限公司人力资源经理，施耐德电气（中国）有限公司人力资源总监，北京阳光海天停车管理有限公司董事兼 CHO，北京旷视科技有限公司高级副总裁兼 CHO，在人力资源体系搭建、人力资源战略制定与实施拥有超过 20 年经验；现任重庆千里科技股份有限公司副总裁。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品主要有三类：公司核心产品围绕新能源汽车电池系统结构件展开，其中包括电池箱体、电芯外壳以及一些精密结构件。同时正在拓展轻量化材料在 3C 电子、算力热沉及机器人等领域的应用。电池箱体是公司主营业务产品，处于新能源车产业链中游，其功能随行业发展迭代，从基础安全防护，拓展到集成水冷散热、保温隔热等。这要求公司在研发设计时，于原材料选型、结构设计、生产工艺及自动化等维度，积累技术与经验，适配动力电池、整车技术迭代需求。同时，公司围绕电池箱体，延伸布局电芯外壳、精密结构件等产品，构建协同业务体系。

表 2：公司主营业务产品及简介

类别	主要产品		
乘用车及配件	新能源体系		燃油车体系
	睿蓝7  睿蓝8  睿蓝9  CC60 	X3 PRO  X6 PRO  S6 PRO 	
摩托车及配件	星舰 6	星舰 4	V400
			

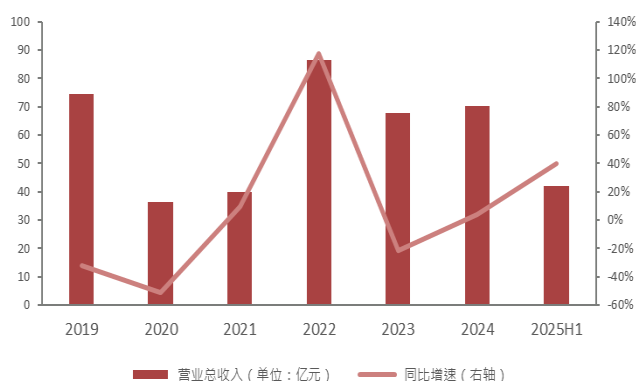
类别	主要产品			
内燃机及配件	154F-3	139F-2	154F	152F-3
				

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 财务分析：业绩迎来修复新增长

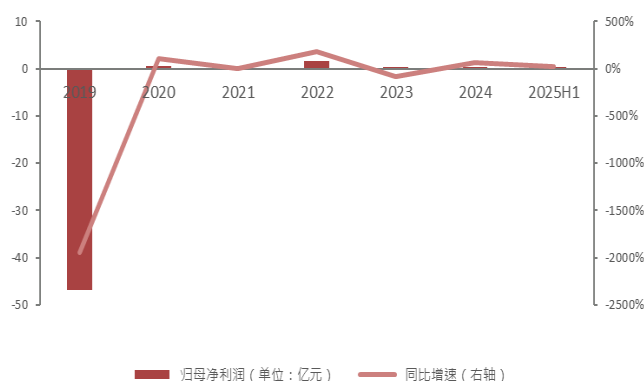
公司 2019-2025H1 营收、归母净利润迎来修复新增长。从营收方面来看，2019-2024 年公司营收从阶段性低位逐步修复，2022 年冲高至 86.54 亿元后，2023 年因行业调整及业务结构变化回落，2024 年回升至 70.4 亿元；从归母净利润方面来看，2019-2024 年公司归母净利润自 2020 年触底后持续修复，2024 年达 0.4 亿元。25 年上半年，公司实现营收 41.8 亿元，同比增长 40.0%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 19.0%，盈利拐点进一步确认。

图 3：2019-2025H1 公司营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

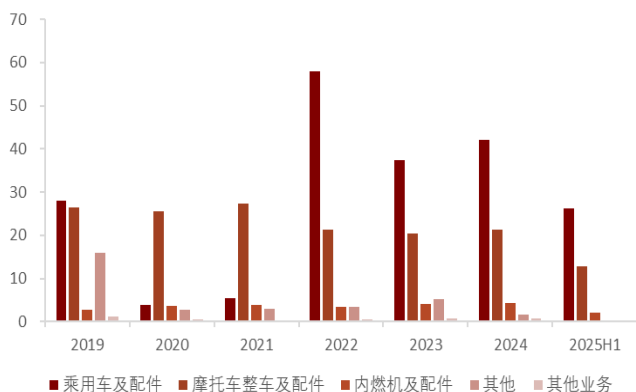
图 4：2019-2025H1 公司归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

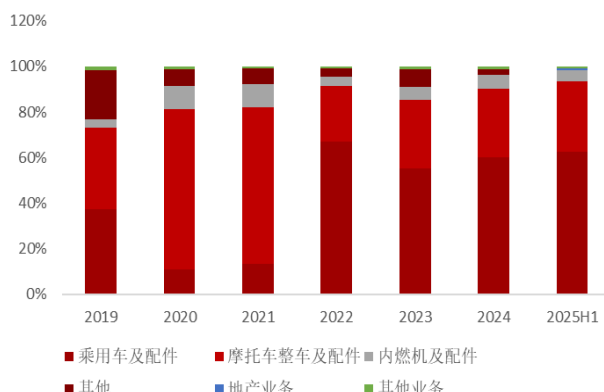
分业务看，乘用车及配件业务带动整体营收增长。公司终端业务与科技业务协同驱动发展。终端业务包括乘用车及配件、摩托车整车及配件以及内燃机及配件，科技业务主要涵盖智能驾驶/智能座舱、Robotaxi 等领域。目前科技业务尚未实现商业化，处于持续投入阶段，收入主要在其他业务中体现。乘用车及配件业务为核心业务，营收从 2019 年 28.0 亿元经历多轮调整波动至 2024 年 42.2 亿元（同比+13.0%），占总营收的 59.9%。2025 年上半年延续核心地位，实现营收 26.2 亿元（同比+49.1%），营收占比提升至 62.7%。

图 5：2019-2025H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

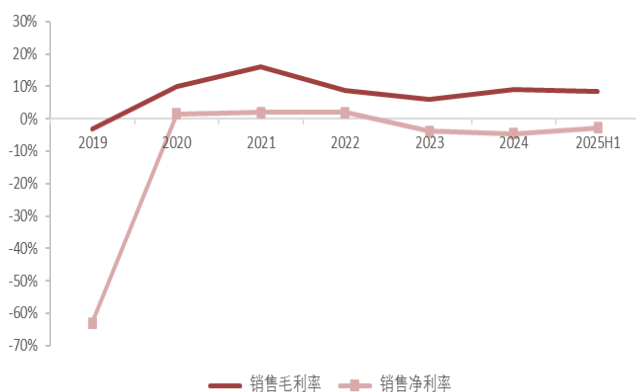
图 6：2019-2025H1 公司主营业务营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

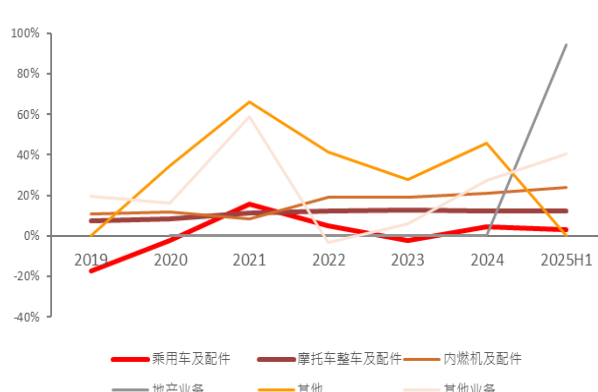
毛利率仍处波动但整体趋稳，净利率承压。公司 2022-2025 年上半年稳定毛利率稳定在 5.9%-8.9% 区间，相比破产重组阶段已显著改善；销售净利率尚未恢复，仍在盈亏间波动。其中，乘用车及配件以及摩托车整车及配件业务合计营收占比超 90%，25H1 毛利率分别为 3.3%、12.4%。

图 7：2019-2025H1 公司综合毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

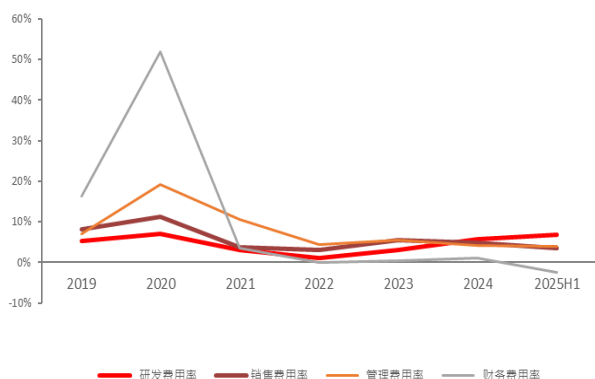
图 8：2019-2025H1 公司主营业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

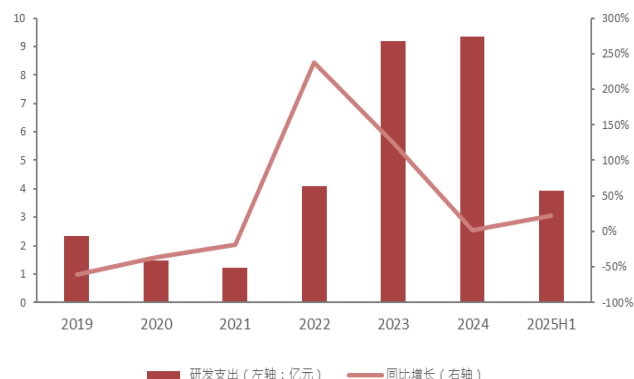
公司后重组期谋发展，研费支出升为主导。2020-2022 年，公司在破产重组及调整期内，费用管控力度较大，销售费用率、管理费用率、研发费用率均呈下降趋势。2022 年破产重组之后，销售费用率和管理费用率趋于平稳，研发费用率持续上升，2024 年后已超过销售和管理费用率，成为公司费用结构中的主导项，25 年上半年研发支出 3.9 亿（同比+22.4%）。标志着公司经营重心由“求生存”转向“谋发展”，加大增智能汽车座舱操作系统研发投入，推动智能化转型。

图 9：2019-2025H1 公司期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2019-2025H1 公司研发费用情况

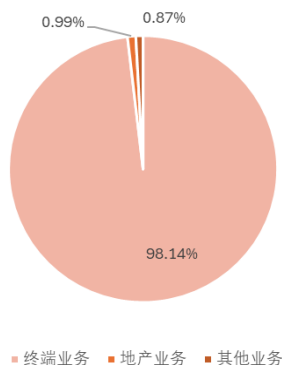


数据来源：Wind，西南证券整理

2 终端业务：作为公司基石业务

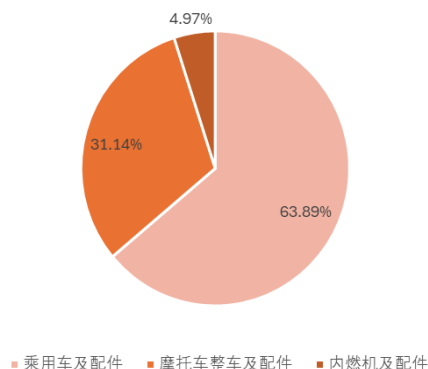
终端业务作为公司的根基，涵盖乘用车、摩托车、内燃机及通用机械三大板块，2025 年上半年实现销量与收入的突破性增长，市场地位和规模优势进一步巩固，为公司整体经营提供坚实支撑，也为科技业务的研发与转型奠定基础。

图 11：25H1 终端业务占总营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：25H1 各部分业务占终端业务比例情况



数据来源：Wind，西南证券整理

乘用车及配件方面：乘用车业务作为终端业务核心，聚焦“充换电一体化”能力建设，睿蓝汽车以“可充可换”多元补能为特色，联合生态伙伴搭建正向研发平台。2025 年上半年，其销量大增带动公司营收同比增长 40.04%，国内渠道网络优化、一级渠道数量提升，欧洲（意大利、西班牙）及印尼市场拓展成效显著，新能源汽车出口借行业 75.2%同比增长的红利增强国际竞争力；技术上构建“高效动力+智能补能+场景创新”体系，布局智能辅助驾驶与智能座舱技术，强化产品差异化。

摩托车及配件方面：作为公司传统优势板块，以国际化为战略重心，成为收入增长重要驱动力。由于摩托车中大排化发展趋势明显，中大排毛利率优于小排量车型，未来产品结构有望随着公司出海、新产品推广而景气向上，对冲掉中小排量摩托车竞争加剧影响，目前业务覆盖全球 87 个国家，新增巴西、埃及等新兴市场，出口拉动作用明显，国内重点区域

渠道拓展夯实市场基础；技术端推进混合动力路线降本提效，研发 L0 级辅助驾驶系统、预研电子节气门，获 26 个欧标认证，推动产品高端化、智能化升级。

通用机械方面：产品涵盖摩托车发动机、小型汽油机及户外电源等，广泛应用于多领域且出口能力强。2025 年上半年受益海外渠道拓展，收入同比提升，持续满足新兴市场对高性价比动力产品的需求；技术上优化动力系统能效与可靠性，应用新能源动力、智能控制技术，提升产品附加值与市场竞争力，三大终端业务协同发展，巩固公司全球智能制造产业链地位。

3 科技业务：技术迭代与场景落地并行，构筑增长新引擎

科技业务是公司“AI+车”战略落地的核心抓手，聚焦智能辅助驾驶与智能座舱两大关键领域，通过联合吉利汽车集团、阶跃星辰构建深度合作生态引入外部优质资源——吉利提供整车制造、智算平台、卫星网络等基建支撑，阶跃星辰输出大模型技术积累，公司提供研发与终端场景落地能力，三方协同打造全链路、全要素创新体系，推动“AI+车”技术深度融合，致力于形成面向未来的汽车智能化整体解决方案，为后续商业化落地奠定坚实基础。

在智能辅助驾驶领域，公司 2025 年加速推进业务布局与技术落地。3 月，公司投资设立智驾合资公司千里智驾，采用“3+1”开放股权架构（吉利、迈驰智行、重庆江河启兴各持股 30%，路特斯持股 5%），平衡各方权责的同时保障战略稳定与业务灵活。

表 3：成立千里智驾合资公司，进军智驾领域

公司	参与形式
重庆迈驰（30%）	转移现有的与车 BU 板块相关的业务到合资公司
吉利（30%）	转移部分智驾相关研发技术至合资公司
路特斯（5%）	转移部分智驾相关研发技术至合资公司
千里科技合伙企业（30%）	向合资公司提供资金
员工激励平台（5%）	

数据来源：公司公告，西南证券整理

技术方案层面，公司与吉利合作推出“千里浩瀚智驾系统”，并于 6 月发布“千里智驾 1.0”解决方案，该方案分为基础版（千里浩瀚 H3，100TOPS 算力）、专业版（千里浩瀚 H5）、旗舰版（千里浩瀚 H7，700TOPS 算力，对标英伟达 Thor 系列）三类，均实现 L2+ 级智能辅助驾驶，可覆盖多场景自主决策、复杂交互及“车位到车位”等核心功能。此外，公司明确长期技术路线，计划未来 6 个月内发布 L3 级智驾方案“千里智驾 2.0”，2026 年下半年推出面向 Robotaxi 场景的 L4 级方案“千里智驾 3.0”，逐步完善多级别智驾产品矩阵。

图 13：2025 年 6 月发布“千里智驾 1.0”解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：2026 年 H1 前智驾发布周期

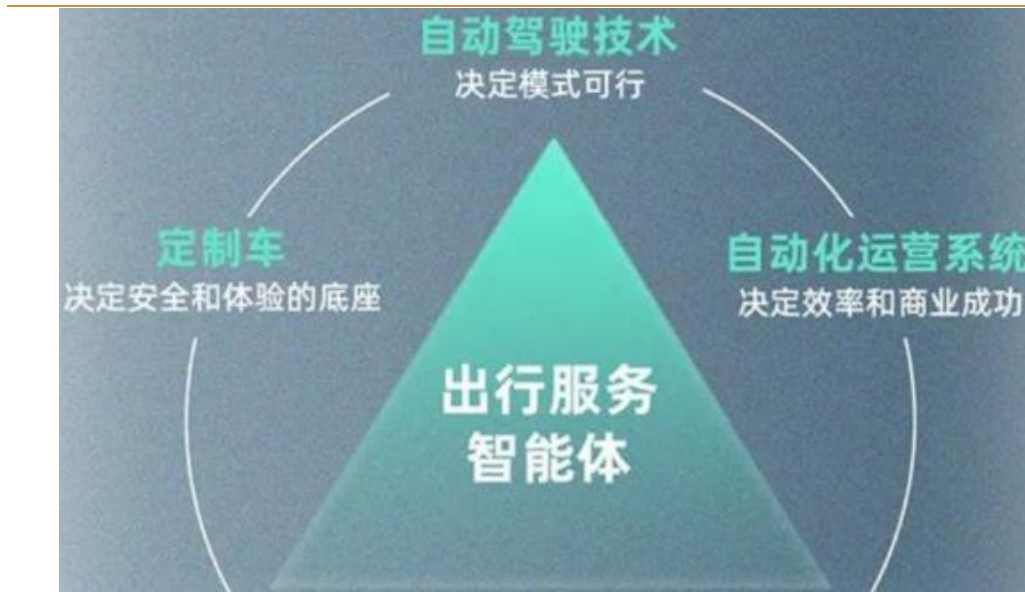


数据来源：公司官网，西南证券整理

在智能座舱方面，公司依托阶跃星辰的大模型技术积累，融合多模态大模型、端到端语音大模型等领先 AI 能力，打造下一代智能座舱 NaturalUI 自然交互产品。该产品突破传统触控与固定指令交互模式，支持自然语言对话、多场景语义精准理解等功能，用户无需依赖标准化指令，即可通过日常语言实现导航需求提出、车内环境参数调节等操作，显著提升人机交互的便捷性与沉浸感，为终端车型赋予差异化的智能化体验，进一步强化产品市场竞争力。

在 Robotaxi 商业化推进方面，公司通过合资公司睿蓝汽车与曹操出行深度绑定，构建“定制车型+软件服务”的合作模式。2022 年 4 月，双方签署中长期战略合作协议，联合开发枫叶 80V、曹操 60 两款共享出行定制车型，根据曹操出行官网，曹操智行计划于 2026 年推出兼顾成本与体验的完全定制 Robotaxi 车型，计划未来大批量采购投入市场。此次合作不仅为公司智驾、智能座舱技术提供真实出行场景的验证机会，更将技术能力与具体出行场景深度结合，推动科技业务从技术研发向商业化落地过渡，随着定制车型规模化交付，公司科技业务有望逐步实现盈利转化，打开新增长空间。

图 15：Robotaxi 商业化落地三要素



数据来源：曹操出行公众号，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司同步覆盖 C 端大众用户与 B 端营运客户（深度绑定曹操出行），以“可充可换可增程”技术体系为核心推进方向，通过拓宽多元补能场景边界，精准匹配不同用户补能需求，带动业务营收实现快速增长。我们预计 25-27 年乘用车业务收入同比增速分别为 +37.0%/+35.0%/+30.0%；

假设 2：摩托车业务方面，借力帆品牌夯实传统摩托车产业的既有优势，以派方品牌切入高端摩托车智能出行赛道；同时以“规模化、智能化、国际化”为核心战略方向，结合对行业竞争格局的深度把控与经验积累，推动整体业务营收维持相对稳定态势。我们预计 25-27 年摩托车业务收入同比增速分别+9.0%/+7.0%/+5.0%；

假设 3：内燃机业务方面，业务保持稳健增长，预计 25-27 年内燃机业务收入同比增速分别+8.0%/+7.0%/+6.0%；

假设 4：科技业务方面，随着汽车智能化进程加速、智能汽车渗透率提升，科技业务迎来发展契机。公司整合多方资源打造覆盖智能座舱与智能驾驶的智能汽车解决方案开放平台，切入智能驾驶领域的同时前瞻布局 Robotaxi 赛道，助力该业务收入有望实现快速增长。预计公司 25-27 年智驾网联业务实现收入同比增速分别为 3.0%、140.0%、110.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
乘用车及配件	收入	4217.00	5777.29	7799.34	10139.14
	增速	12.95%	37%	35%	30%
	毛利率	4.36%	7.0%	8.0%	9.0%
摩托车整车及配件	收入	2140.00	2332.60	2495.88	2620.68
	增速	5.27%	9.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	12.10%	12.5%	12.7%	12.9%
内燃机及配件	收入	428.00	462.24	494.60	524.27
	增速	6.97%	8%	7%	6%
	毛利率	21.04%	21.3%	21.3%	21.3%
科技业务	收入	2.50	2.57	6.18	12.98
	增速	-58.40%	3%	140%	110%
	毛利率	40.00%	24%	29%	28%
合计	收入	7035.00	8574.71	10796.00	13297.07
	增速	3.94%	21.89%	25.91%	23.17%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取五家公司作为可比公司分别位于摩托车、乘用车以及智能驾驶等科技业务行业，三家摩托车、乘用车可比公司估值 25 年 PS 平均值为 1.3X；考虑到公司正加速向“AI+车”科技平台转型，科技业务是未来核心增长点，参考两家智能驾驶可比公司 PS 为 23.04X。公司深度绑定吉利汽车生态，在智能驾驶、智能座舱领域的技术布局与产品落地有望加速，并通过曹操出行探索 Robotaxi 商业化，长期增长空间广阔。随着公司科技业务逐步兑现，其估值体系有望重塑，建议关注。

表 5：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	营业收入(亿元)				PS (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603766.SH	隆鑫通用	12.22	250.94	168.22	201.71	233.85	267.42	1.49	1.24	1.07	0.94
603129.SH	春风动力	262.50	400.52	150.30	194.40	240.13	290.43	2.66	2.06	1.67	1.38
000625.SZ	长安汽车	12.32	1,082.87	1597.33	1823.34	2071.54	2303.80	0.68	0.59	0.52	0.47
平均值								1.61	1.30	1.09	0.93
9660.HK	地平线机器人-W	8.77	1,217.57	23.84	35.95	57.31	83.63	51.07	33.87	21.25	14.56
2533.HK	黑芝麻智能	16.28	103.87	4.70	8.50	14.22	22.16	22.10	12.22	7.30	4.69
平均值								36.59	23.04	14.28	9.62
601777.SH	千里科技	11.61	524.90	70.35	85.75	107.96	132.97	7.46	6.12	4.86	3.95

数据来源：Wind，西南证券整理（截止至 2025 年 9 月 3 日收盘）

5 风险提示

宏观经济不及预期的风险；智能化渗透率不及预期的风险；技术迭代不及市场的风险；智能驾驶和 Robotaxi 拓展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7035.19	8574.71	10796.00	13297.07	净利润	-328.90	94.95	150.20	267.73
营业成本	6402.53	7779.64	9747.93	11931.18	折旧与摊销	518.31	576.87	585.76	594.96
营业税金及附加	104.21	127.01	159.91	196.96	财务费用	74.51	6.82	9.31	-12.77
销售费用	337.82	428.74	518.21	598.37	资产减值损失	-134.42	-170.00	-150.00	-160.00
管理费用	695.52	643.10	863.68	1023.87	经营营运资本变动	1176.18	-777.72	580.63	258.01
财务费用	74.51	6.82	9.31	-12.77	其他	-780.47	0.96	10.06	-25.53
资产减值损失	-134.42	-170.00	-150.00	-160.00	经营活动现金流净额	525.21	-268.11	1185.95	922.41
投资收益	514.72	470.00	517.00	547.00	资本支出	-1720.70	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-95.59	-115.00	0.00	0.00	其他	1990.01	355.00	517.00	547.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	269.31	305.00	467.00	497.00
营业利润	-251.10	114.39	163.96	266.46	短期借款	392.91	582.58	400.00	100.00
其他非经营损益	-35.74	-31.58	-32.96	-32.96	长期借款	-608.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	-286.84	82.81	130.99	233.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.06	-12.14	-19.21	-34.24	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-328.90	94.95	150.20	267.73	其他	-94.30	-427.36	-9.31	12.77
少数股东损益	-368.91	9.50	15.02	26.77	筹资活动现金流净额	-454.56	155.22	390.69	112.77
归属母公司股东净利润	40.02	85.46	135.18	240.96	现金流量净额	335.34	192.11	2043.64	1532.18
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3679.40	3871.51	5915.16	7447.33	成长能力				
应收和预付款项	1801.94	2274.16	2812.83	3474.75	销售收入增长率	3.94%	21.88%	25.91%	23.17%
存货	2266.95	2798.72	3562.92	4408.48	营业利润增长率	23.11%	145.56%	43.33%	62.52%
其他流动资产	337.46	381.76	480.66	592.01	净利润增长率	-25.45%	128.87%	58.19%	78.25%
长期股权投资	5187.77	5187.77	5187.77	5187.77	EBITDA 增长率	737.32%	104.28%	8.73%	11.81%
投资性房地产	3160.67	3160.67	3160.67	3160.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1942.83	1651.21	1355.44	1055.23	毛利率	8.99%	9.27%	9.71%	10.27%
无形资产和开发支出	2415.41	2182.65	1945.15	1702.89	三费率	15.75%	12.58%	12.89%	12.10%
其他非流动资产	921.21	918.73	916.25	913.77	净利率	-4.68%	1.11%	1.39%	2.01%
资产总计	21713.66	22427.20	25336.84	27942.91	ROE	-2.82%	0.80%	1.24%	2.17%
短期借款	617.42	1200.00	1600.00	1700.00	ROA	-1.51%	0.42%	0.59%	0.96%
应付和预收款项	5864.19	6206.66	8152.79	9985.28	ROIC	-10.13%	8.84%	18.94%	-705.43%
长期借款	820.93	820.93	820.93	820.93	EBITDA/销售收入	4.86%	8.14%	7.03%	6.38%
其他负债	2745.88	2280.62	2693.93	3099.77	营运能力				
负债合计	10048.42	10508.21	13267.65	15605.98	总资产周转率	0.32	0.39	0.45	0.50
股本	4521.10	4521.10	4521.10	4521.10	固定资产周转率	3.67	4.87	7.40	11.48
资本公积	8642.98	8642.98	8642.98	8642.98	应收账款周转率	3.53	3.72	3.77	3.74
留存收益	-2360.08	-2274.62	-2139.44	-1898.48	存货周转率	2.30	2.83	2.87	2.84
归属母公司股东权益	10511.33	10755.58	10890.76	11131.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.32%	—	—	—
少数股东权益	1153.91	1163.41	1178.43	1205.20	资本结构				
股东权益合计	11665.24	11918.99	12069.19	12336.92	资产负债率	46.28%	46.85%	52.37%	55.85%
负债和股东权益合计	21713.66	22427.20	25336.84	27942.91	带息债务/总负债	14.31%	19.23%	18.25%	16.15%
					流动比率	0.95	1.04	1.09	1.13
					速动比率	0.68	0.73	0.79	0.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.02	0.03	0.05
					每股净资产	2.58	2.64	2.67	2.73
					每股经营现金	0.12	-0.06	0.26	0.20
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	341.72	698.08	759.02	848.65					
PE	1311.68	614.22	388.29	217.84					
PB	4.50	4.40	4.35	4.25					
PS	7.46	6.12	4.86	3.95					
EV/EBITDA	118.37	57.67	50.88	43.82					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn