

2025 年 11 月 25 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

商用车智能方案龙头，高阶智驾打开成长空间

—锐明技术（002970.SZ）公司深度报告

买入(首次) 投资要点

分析师：黎江涛 S1050521120002

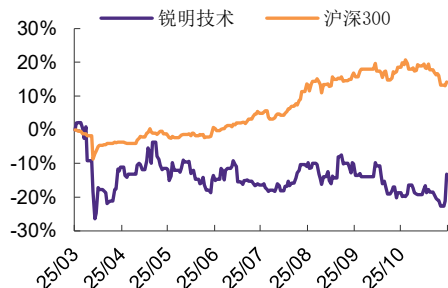
 lijt@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-25

当前股价 (元)	48.09
总市值 (亿元)	86.9
总股本 (百万股)	181
流通股本 (百万股)	123
52 周价格范围 (元)	38.05-61.27
日均成交额 (百万元)	218.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

商用车智能方案龙头，技术积淀深厚

公司主要业务是商用车 AI 解决方案和视频设备，全球商用车视觉 AI 解决方案市占率第四。2025 前三季度营收为 16.93 亿元，净利润接近 24 全年，核心业务毛利率稳定超 40%。公司在商用车领域有超过 20 年经验积累，定制化设计客户粘性高，海外业务为主贡献高毛利率。

政策驱动与安全刚需共振，高增长可期

安全要求以及政策激发商用车辅助驾驶系统领域市场需求，辅助驾驶系统的多个功能成为中国、欧盟等地的强制配装，预计 2030 年商用视觉 AI 解决方案市场规模有望达到 861 亿元。伴随欧盟等法规推动，叠加公司海外工厂投产，未来高增可期。

深耕智能驾驶，打开远期成长空间

商用车智能驾驶的技术路径正在向高阶演变，商用车在封闭区域 L4 自动驾驶已初具规模化，预计 2030 年国内自动驾驶公交车产值增量将达到 300 亿元左右。公司强势进军高阶智驾，推出无人驾驶 Xbus，凭借技术与客户积累的先发优势，有望打开远期天花板。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 26.7、33.5、41.5 亿元，EPS 分别为 2.19、2.95、3.67 元，当前股价对应 PE 分别为 22、16、13 倍，我们认为，考虑到公司强化智能驾驶投入及布局，公司当前估值具备向上空间，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

- 3) 汇率波动风险; 4) 市场竞争加剧风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业收入（百万元）	2,777	2,669	3,351	4,154
增长率（%）	63.5%	-3.9%	25.6%	24.0%
归母净利润（百万元）	290	395	532	663
增长率（%）	184.5%	36.3%	34.7%	24.5%
摊薄每股收益（元）	1.64	2.19	2.95	3.67
ROE（%）	17.2%	19.1%	22.8%	24.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 全球商用车智能方案龙头，二十余年底蕴深厚.....	4
1.1、 深耕商用车 AI 解决方案，智驾算法守护安全	4
1.2、 创始人合作默契，股权激励彰显信心	6
1.3、 盈利能力持续提升，智能化产品驱动高质量增长	7
2、 政策推动安全升级，市场高增下公司深度受益.....	8
2.1、 政策驱动与安全刚需共振，全球视觉 AI 解决方案需求高增	8
2.2、 竞争格局分散，公司稳坐全球商用车智能化龙头	12
3、 技术沉淀深厚，全球化布局强化护城河.....	13
3.1、 技术深厚与研发高效并举，巩固技术壁垒	13
3.2、 全球业务扩张提质增效，产能布局抗风险	15
4、 增长驱动力：高阶智驾打开天花板.....	16
4.1、 辅助驾驶量价齐升，前装业务放量显著	16
4.2、 远期空间：高阶智驾星辰大海，稀缺商用车智驾标的	17
5、 盈利预测评级.....	21
6、 风险提示.....	22

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司产品结构.....	5
图表 3：公交行业解决方案.....	5
图表 4：司机安全监测示意图.....	5
图表 5：公司股权结构.....	6
图表 6：公司 2025 股票激励计划.....	6
图表 7：公司 2021-2025 前三季度营业收入.....	7
图表 8：公司 2021-2025 前三季度归母净利润.....	7
图表 9：公司 2022-2025H1 营收结构（亿元）.....	7
图表 10：公司 2021-2025H1 产品毛利率.....	8
图表 11：公司 2021-2025 前三季度费用率.....	8
图表 12：2023 年全球商用车数量.....	8
图表 13：2013-2024 年全球商用车销量.....	9
图表 14：辅助驾驶系统领域全球政策.....	10
图表 15：商用车安全效率领域发展四阶段.....	11
图表 16：2020-2030E 全球商用车（公共出行车辆、物流车）视觉 AI 解决方案市场规模（十亿元）.....	12
图表 17：2020-2030E 全球商用车视频设备市场规模（十亿元）.....	12

图表 18：全球商用车（公共出行车辆、物流车）视觉 AI 解决方案竞争格局 13

图表 19：全球商用车视频设备市场竞争格局 13

图表 20：辅助驾驶功能示意图 14

图表 21：AI 大模型系统示意图 14

图表 22：公司三级研发架构 14

图表 23：2025H1 公司营业收入各区域占比 15

图表 24：公司各地区毛利率 15

图表 25：公司 2022-2025H1 生产基地产能 15

图表 26：公司 2022-2025H1 产品销量（千套） 16

图表 27：公司 2022-2025H1 产品平均售价（元） 16

图表 28：公司产品矩阵示意图 17

图表 29：汽车驾驶自动化分级 17

图表 30：商用车自动驾驶发展现状 18

图表 31：L4 级无人驾驶中国市场规模（十亿元） 19

图表 32：2021-2030E 中国无人驾驶矿卡销量与保有量渗透率 19

图表 33：干线物流无人驾驶货车示意图 19

图表 34：珠海无人巴士示意图 19

图表 35：商用车智能化解决方案示意图 20

图表 36：公司 Xbus 产品示意图 21

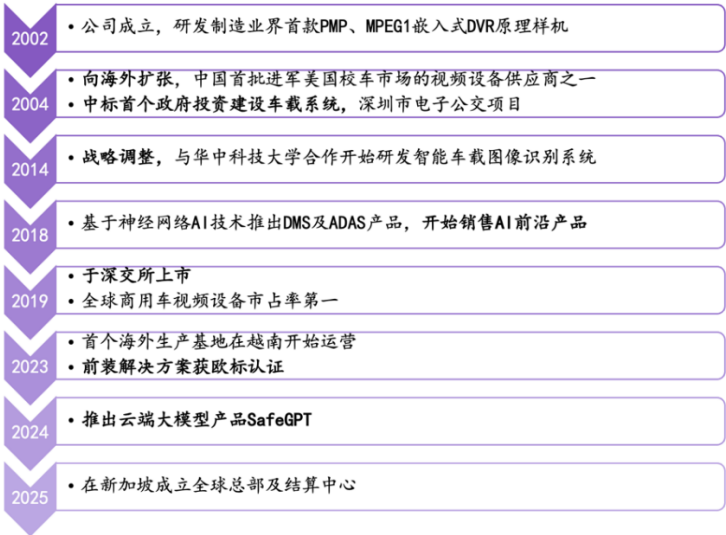
图表 37：公司营业收入假设 22

1、全球商用车智能方案龙头，二十余年底蕴深厚

1.1、深耕商用车 AI 解决方案，智驾算法守护安全

全球商用车视频设备龙头，视觉 AI 解决方案先锋。公司以“AI+硬件+数据”全栈能力构建差异化优势，主要产品涵盖了车载 AI 视频监控设备、车载专业摄像机、驾驶主动安全套件和司乘交互终端等智能车载设备，以及相应的管理平台软件，广泛服务于货运物流、车队运营、公共交通、校车安全管理等领域，同时积极与整车制造企业深入合作，推动相关技术在新车制造阶段的预装配套。公司早在 2014 年开始研发智能车载图像识别系统，2024 年在全球商用车视频设备市场占有率排名第一，全球商用车视觉 AI 解决方案市占率第四。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，H股招股说明书，公司官网，华鑫证券研究

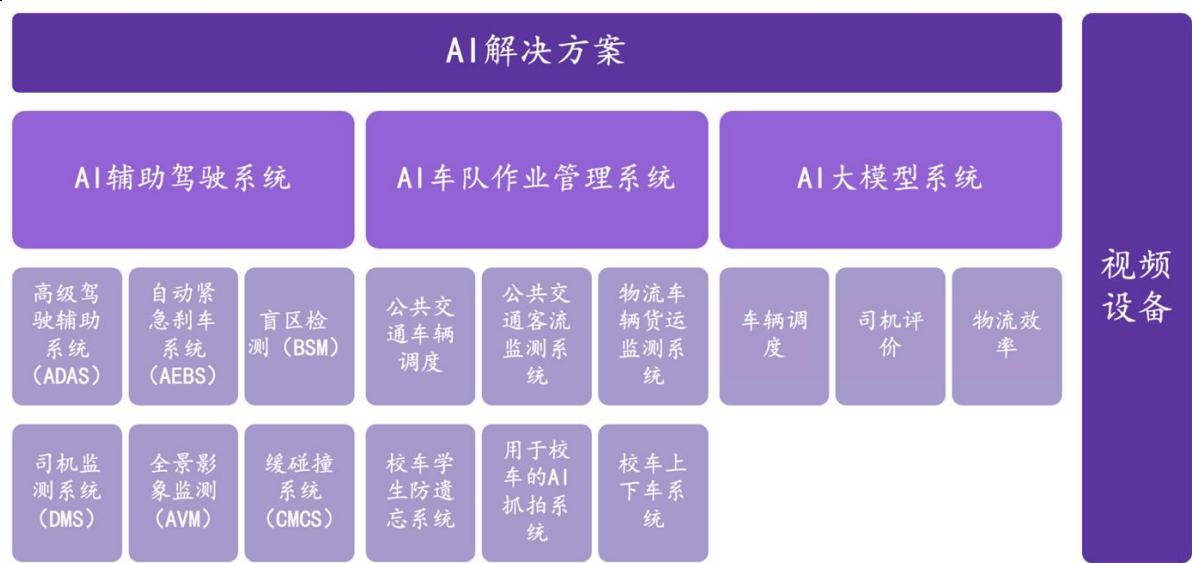
公司主要业务是视频设备和 AI 解决方案，AI 解决方案包括 AI 辅助驾驶系统、AI 车队作业管理系统和 AI 大模型系统。视频设备如驾驶室监控摄像头是商用车配置的基本设备，AI 解决方案是附加值高的主要营收来源。产品应用于货运、校车、公交、出租车、“两客一危”及渣土清运等场景。在智能设备与大数据平台的支持下，公司积极践行“Vision Zero”理念，运用先进技术手段全面提升交通安全与运营效率、降低运营成本。

视频设备可直接集成，稳定性强。视频设备包括驾驶室监控摄像头、模拟高清摄像机、CCTV 摄像机等，无需改装即可直接集成至客户的系统。断电及设备故障期间，硬件仍能确保视频片段稳定、高清地保存，视频片段传输无畏信号与网络波动。

AI 辅助系统确保安全性、可视性与精准性。安全性：通过自动紧急刹车系统（AEBS）及司机监测系统（DMS）等主动安全功能，实时监测驾驶员的压力及疲劳水平，在碰撞发生前提供预警与干预。可视性：全景影像监测（AVM）及盲区检测（BSD）功能提供车辆前、侧、后方的高清实时视频影像。结合微光与红外成像技术，即使在恶劣天气条件下 AI 辅助驾驶系统亦能提升驾驶员对周围环境的感知能力。精准性：利用设备及 AI 模型收集的数据，感知周边环境、交通状况及驾驶员行为模式，从而降低碰撞误报通过提升预警及干预的精

准度，减少对驾驶员的干扰，提升驾驶安全并优化驾驶体验。

图表 2：公司产品结构



资料来源：H 股招股说明书，华鑫证券研究

AI 车队作业管理系统能定制化监测车内情况与车辆调度。在公共交通场景下，系统能实时收集并上传车辆位置，传达调度与路线变更提示，统计上下车客流量；在校车场景下，系统能记录学生上下车的时间地点，侦测是否有被遗忘的学生；对于物流车，系统实时监测并上传货物位置与装载率，以及检测货物装卸，降低丢失风险。

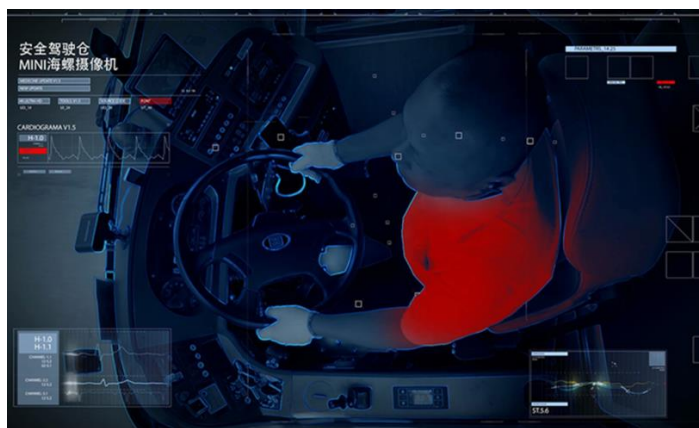
AI 大模型软件 SafeGPT：公司以场景数据训练 AI 大模型，并专门针对商业运营服务车辆复杂且多元化的运行环境进行优化。AI 大模型能够实现精准识别潜在风险目标，捕捉驾驶员细微动作，并判断车辆异常状况。SafeGPT 是公司基于 AI 大模型技术研发的可扩展专有软件系统，有别于依赖统一交通条件硬编码标准的传统软件，SafeGPT 凭借三大核心引擎（风险识别引擎、司机评价引擎及事故分析引擎），基于多元司机画像及交通环境提供个性化且多样化的响应。

图表 3：公交行业解决方案



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 4：司机安全监测示意图



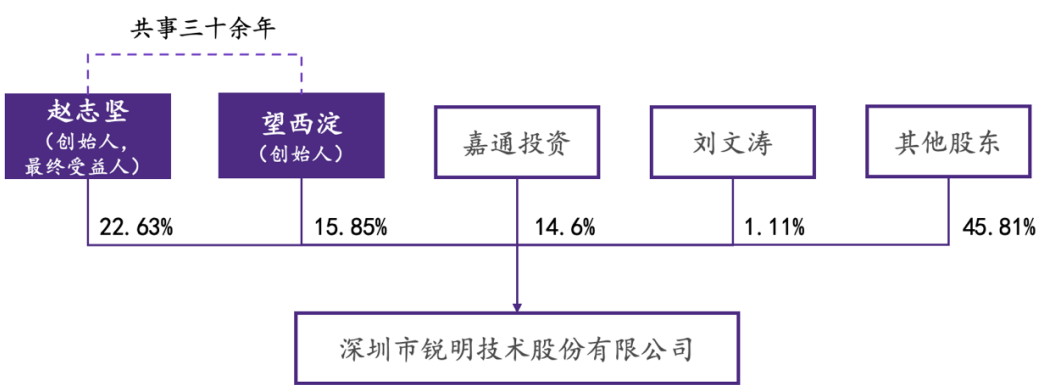
资料来源：公司官网，华鑫证券研究
注：通过人体关键点检测等算法分析司机行为，图示识别到司机未系安全带

1.2、创始人合作默契，股权激励彰显信心

公司股权结构集中，核心团队稳固。董事长即最终受益人赵志坚持有 22.63%股份，另一创始人望西淀持有 15.85%股份，两人合计控制接近四成股权，形成稳定的核心管理层格局。嘉通投资持有 14.6%，其余股东持有股份数较少。公司在湖北、重庆、欧洲等多地有 100%控股子公司，另有持股 60%八方互联科技、持股 59.04%民太安智能、40%锐明智观数科等多家公司。

创始团队背景深厚，长期协作默契。董事长赵志坚毕业于西北电讯工程学院（现西安电子科技大学）电子工程系，曾于四川长虹电子集团先后任第一设计所副所长和视听产品事业部总经理，于深圳先科电子股份有限公司任副总经理兼总工程师，于香港超越集团任常务副总经理。公司董事、总经理望西淀毕业于中国国防科技大学电子技术系，曾与赵志坚共同在四川长虹电子集团、深圳先科电子、香港超越集团工作，后与赵志坚在 2002 年共同创立锐明技术。赵志坚与望西淀二人共事三十余年，经历高度重叠，且积累了全面的产业视野与管理能力，形成稳定高效的决策团队。

图表 5：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研究

股权激励绑定核心团队利益，彰显发展信心。公司 2022、24、25 年均发布了股权激励计划，2025 年激励计划授予股权期权 614 万份，占激励计划公告时公司股本总额的 3.46%。授予激励对象共 137 人，其中中层管理人员及核心技术骨干占比 88.6%，体现公司技术为王的战略。公司 2024 年归母净利润为 2.90 亿，激励计划目标 25/26/27 年净利润为 3.77/4.35/4.93 亿，25 年尽管剥离了非主营业务子公司，前三季度净利润仍达到 2.74 亿，有望实现激励计划目标净利润。

图表 6：公司 2025 股权激励计划

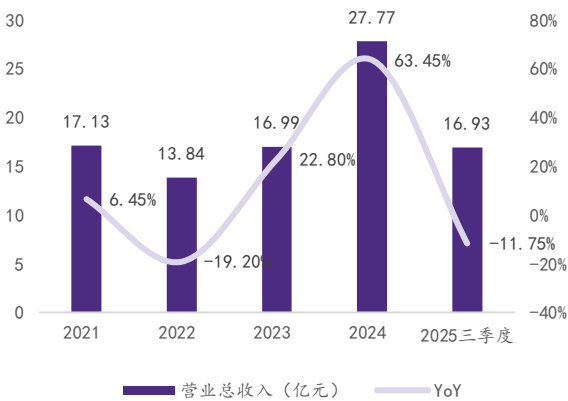
行权安排 考核年度	对应考核年度净利润			
	目标值	目标净利润 (亿)	触发值	触发净利润 (亿)
第一个行权期 2025 年	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 30%	3.77	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 20%	3.48
第二个行权期 2026 年	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 50%	4.35	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 40%	4.06
第三个行权期 2027 年	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 70%	4.93	以公司 2024 年净利润为基数，考核年度净利润增长率不低于 60%	4.64

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.3、盈利能力持续提升，智能化产品驱动高质量增长

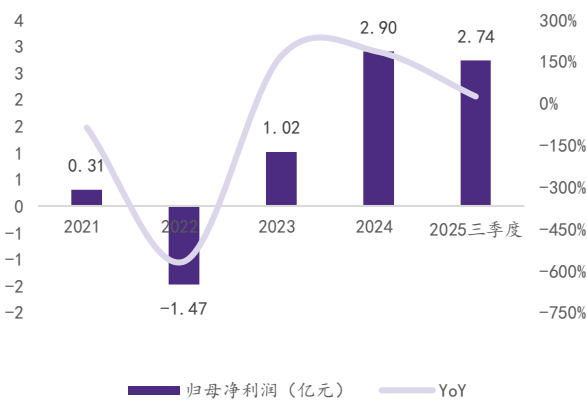
业务欣欣向荣，营收高质量增长。2022 年受全球客观不利因素影响，公司业务发展受到限制，营收有所下滑。2023 年不利因素全面褪去，在客户刚性需求下公司发展稳步回升，营收与净利润回正。2024 年公司全力抓住人工智能在商用车行业应用带来的商业机会，国内业务回暖，海外业务高速增长，全年营收 27.77 亿，同比增速达到 63.45%，净利润 2.9 亿，同比增速达 184.5%。2025 年公司将低毛利的电子产品加工业务子公司的控股权出让，聚焦高毛利业务，营收在美国关税政策的扰动下保持韧性，前三季度营收为 16.93 亿元，净利润为 2.74 亿元~~2024~~全年净利润。

图表 7：公司 2021-2025 前三季度营业收入



资料来源：Wind，华鑫证券研究

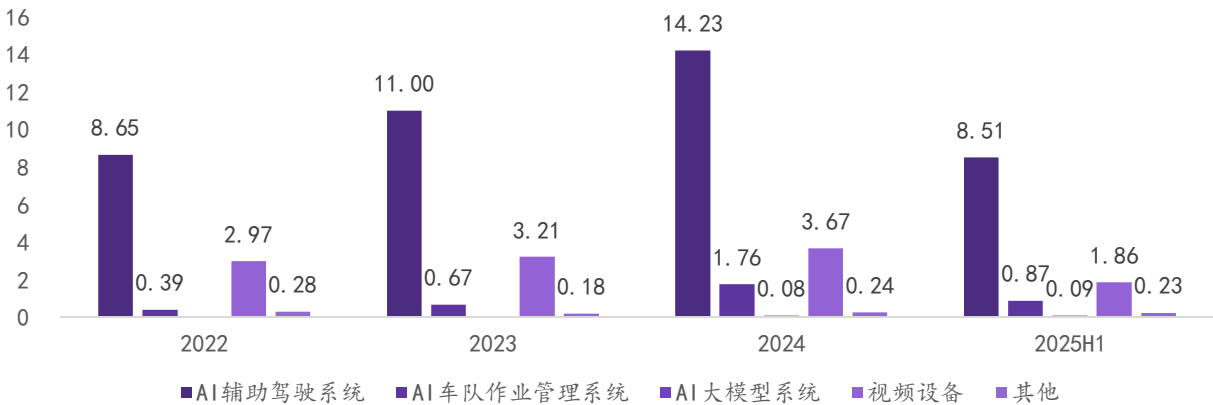
图表 8：公司 2021-2025 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，华鑫证券研究

核心业务 AI 辅助驾驶系统，拥抱智能驾驶。公司主要收入来源是 AI 解决方案，占比约 80%。其中 AI 辅助驾驶系统贡献主要营收，2024 年营收 14.23 亿元，占总营收 71.2%，近三年营收持续增长。AI 车队作业管理系统成长较快，通过算法赋能客户决策，2024 年营收增至 1.76 亿元。AI 大模型系统是公司 2024 年新开发的业务，营收约 800 万元，25H1 营收达到约 900 万元，目前体量较小但增速快，在安全合规与调度方面具备高附加值，后续营收值得期待。视频设备业务表现稳定，营收占比逐年减少，彰显公司智能化转型战略。

图表 9：公司 2022-2025H1 营收结构（亿元）

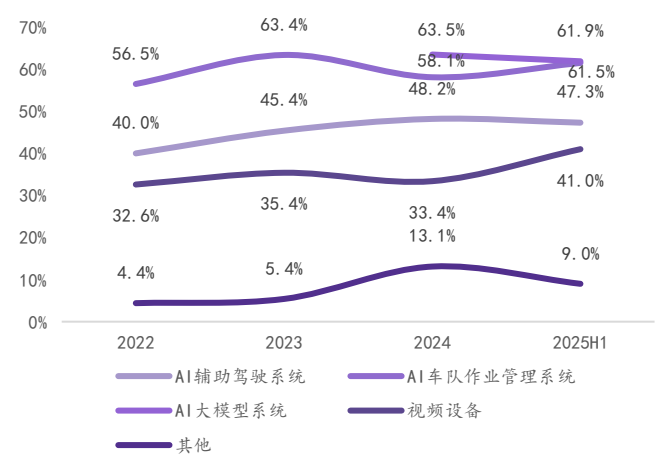


资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

优质产品稳定维持高毛利。公司业务毛利率基本处于较高水平，其中 AI 解决方案业务毛利率都维持在 40%以上，核心业务 AI 辅助驾驶系统 2025H1 毛利率为 47.3%，新业务 AI 大模型毛利率高达 60%以上，优化公司产品结构。视频设备毛利率逾 30%，其他产品包括电子元件等毛利率较低，非公司主要收入来源。

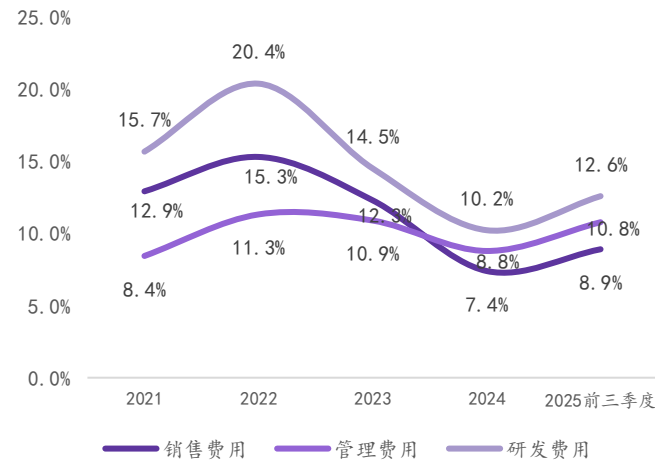
费用稳中有控，重视研发投入。研发费用率在公司三费中保持最高，2022 年公司打造三级研发架构，研发费用率达到高位，23 年起得益于三级研发架构，研发效率提升，研发费用率回落。管理费用和销售费用 2022-24 年得到优化，2025 年管理费用有所提升的主要原因是股票激励计划的股份支付增加，另外公司积极拓展海外业务致使销售费用增长。

图表 10：公司 2021-2025H1 产品毛利率



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

图表 11：公司 2021-2025 前三季度费用率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、政策推动安全升级，市场高增下公司深度受益

2.1、政策驱动与安全刚需共振，全球视觉 AI 解决方案需求高增

2023 年全球商用车数量约 1.9 亿辆，活跃车辆过亿，其中拉美、欧洲、中国、美国为主要市场，四者合计占比近 80%，公司业务已覆盖主要商用车市场。

图表 12：2023 年全球商用车数量

国家	商用车数量（辆）	占比	公司业务覆盖
拉美	40,738,000	21.7%	√
欧洲 25 国	40,006,000	21.3%	√
中国	33,280,000	17.7%	√
美国	27,171,000	14.5%	√
独联体国家	14,345,000	7.6%	

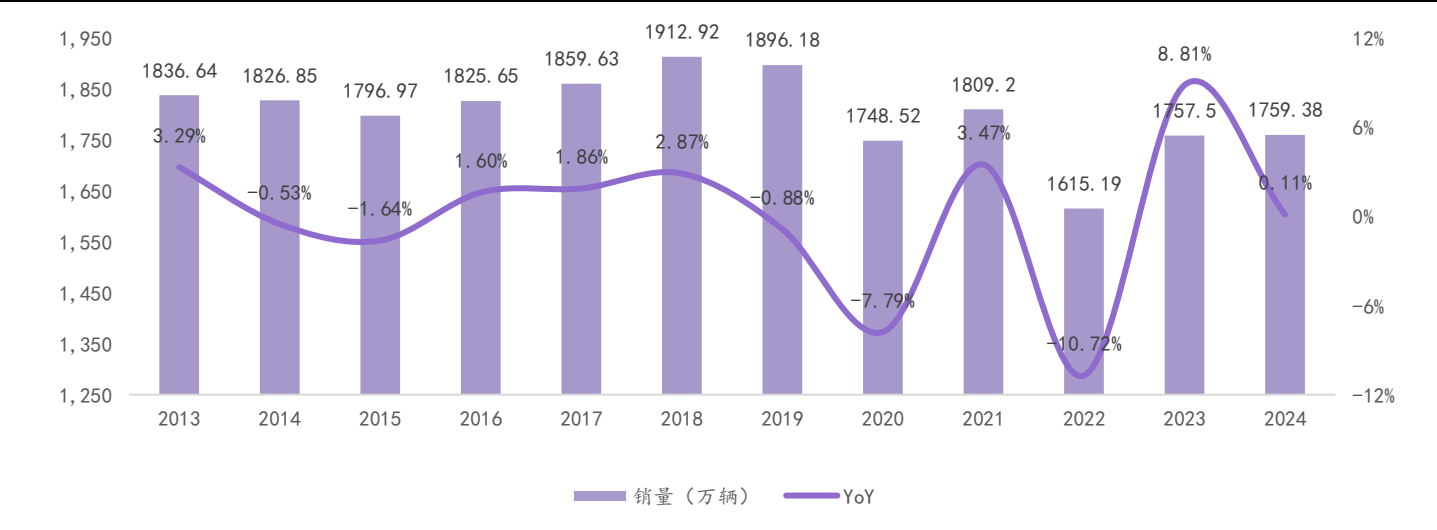
请阅读最后一页重要免责声明

非洲	13,993,000	7.4%	✓
印度	10,516,000	5.6%	
澳大利亚	4,279,000	2.3%	
加拿大	2,704,000	1.4%	
新西兰	846,000	0.5%	
合计	187,878,000	100.0%	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

全球商用车销量保持稳定。商用车销量与经济活动息息相关，2013-2019 年销量较为稳健，2020 年起商用车销量有所萎缩，2023 年积压需求释放推动销量显著增长，2024 年需求继续修复，销量微增。2025 年前三季度，国内商用车新车零售销量为 230.52 万辆，同比增长 9.65%，预计国内商用车市场将维持高于全球增速的增长态势。据 IMF 预测，2025/26/27 年全球 GDP 实际增速为 3.16%/3.09%/3.23%，全球经济处于温和复苏阶段，预计商用车销量增速企稳。

图表 13：2013-2024 年全球商用车销量



资料来源：汽车出口市场，华鑫证券研究

安全追求内驱力+政策外驱力激发商用车辅助驾驶系统领域市场需求：

安全始终是商用车行业发展的核心主题，从车辆合规、司机合规到车队合规，行业主体普遍将履行安全生产合规义务、有效防范安全生产事故风险视为最重要的管理职责。交通事故的高发率、司机的不安全驾驶行为以及设备老化等因素，迫使商用车行业必须进行技术创新和管理优化。在全球范围内，各国对交通安全日益重视，“Vision Zero”（零事故愿景）正成为国际交通安全战略的重要方向。

全球政策激起辅助驾驶系统需求潮。中国早在 2018 年就要求新装“两客一危”车辆必须前装智能视频监控报警装置。2020 年联合国制订多项法规，要求新商用车配备多项辅助驾驶与安全系统，随后欧洲、美洲、亚洲多国相继颁布商用车安全标准。全球多项法规直接引起辅助驾驶市场需求增长，可预计到政策护航下辅助驾驶系统渗透率有望逐步上升。从细分产品角度看，司机监测系统 DMS 是全球商用车刚需，自动紧急制动系统 AEBS 在中国与欧盟皆有硬性需求，全景影像监测 AVM 与盲区检测 BSM 是欧盟与英国的硬性规定配置，在中国即将开始强制安装。

图表 14：辅助驾驶系统领域全球政策

国家	政策名称	具体规定	对应公司产品功能
中国	交办运〔2018〕115号《关于推广应用智能视频监控报警技术的通知》	鼓励支持道路运输企业在既有三类以上班线客车、旅游包车、危险货物道路运输车辆、农村客运车辆、重型营运货车（总质量 12 吨及以上）上安装智能视频监控报警装置，新进入道路运输市场的“两客一危”车辆应前装智能视频监控报警装置，实现对驾驶员不安全驾驶行为的自动识别和实时报警。	司机监测系统（DMS）
	《营运货车安全技术条件》	自 2025 年 7 月 1 日起，新生产营运货车需强制安装电子稳定性控制系统（ESC）、自动紧急制动系统（AEBS）等智能装置。旧车则有 9 个月过渡期，需在 2026 年 2 月前完成改装。	自动紧急制动系统（AEBS）
	《机动车运行安全技术条件》（征求意见稿）	2025 年 11 月新发意见稿，自文件实施后 1s-3 年开始的新车：大型公路客车和旅游客车应装备规定的车道保持辅助系统。大型货车和专项作业车应装备规定的车道偏离预警系统。乘用车、旅居车、未设置乘客站立区的客车、货车应装备符合规定的自动紧急制动系统。符合标准的客车、货车应装备规定的全景影像监测系统或盲区监测系统。公路客车、旅游客车、危险货物运输车辆和三轴及三轴以上货车应装备规定的驾驶人注意力监测系统。	高级驾驶辅助系统（ADAS），自动紧急制动系统（AEBS），盲区检测（BSM），全景影像监测（AVM），司机监测系统（DMS）
联合国	UN R130/131/151/158/159	对于 M2、M3（大客车）和 N2、N3（中型与重型货车），必须强制搭载车道偏离报警系统 LDWS、自动紧急制动系统 AEBS、前向弱势群体检测与报警系统 MOIS、侧向盲区监测系统 BSIS、后向监测系统（倒车影像 RVCS 或倒车雷达）。部分规定已于 2019 年生效，部分规定针对于 2022 年 7 月 6 日后的商用车新车型，2024 年 7 月 7 日之后的商用车新车。	自动紧急制动系统（AEBS），高级驾驶辅助系统（ADAS），司机监测系统（DMS），盲区检测（BSM），全景影像监测（AVM）
欧盟	《汽车安全技术框架法规》GSR/GSRII	新车公告自 2022 年 7 月开始，新车上牌自 2024 年 7 月开始，需强制配备自动紧急制动 AEB、车道偏离报警 LDW、紧急制动灯 ESS、驾驶员疲劳检测 DDAW、驾驶员分心检测 ADDW、前向盲区报警 MOIS、侧向盲区报警 BSIS、倒车影像 RVCS、车身稳定控制 ESC、胎压监测系统 TPMS、智能限速辅助 ISA、酒精锁安装接口、事件记录仪 EDR 等先进技术。	自动紧急制动系统（AEBS），高级驾驶辅助系统（ADAS），司机监测系统（DMS），盲区检测（BSM），全景影像监测（AVM）
英国	DVS/PSS 标准	针对进入伦敦地区运营的重型货车，自 2024 年 10 月 28 日起，PSS 要求星级为 0、1、2 星的车辆必须安装额外安全设备（即“Progressive Safe System”），包括：盲区信息系统（BSIS）、前方移动车况监测系统（MOIS）、车内摄像或监控系统、声音提示系统、侧防撞等。	全景影像监测（AVM），盲区检测（BSM）
美国	Electronic Logging Devices and Hours of Service Supporting Documents	美国 FMCSA 要求符合条件的商用车辆运营商安装电子记录设备（ELD），用于自动记录驾驶员的工作时间，2017 年 12 月 18 日开始实行，意在提高道路安全，减少疲劳驾驶。	司机监测系统（DMS）

资料来源：公司公告，交通运输部，TFL，Motormax，FMCSA 等，华鑫证券研究

车队作业管理系统与大模型带来效率提升，锦上添花：

AI 车队作业管理系统具有调度管理、能效管理和风险管理功能。调度管理：通过收集车辆位置、路线及其他信息等商用车运营相关数据，优化车队管理流程。能效管理：在物流场景中，系统通过收集及处理能耗、引擎诊断及货物载重等数据，降低排放、货损及保险成本。风险管理：在校车场景下，例如，系统通过校车雷达探测器及视觉算法，及时警示车内遗留儿童，降低违规风险及潜在合规成本。

AI 大模型系统以安全、效率和可持续为核心。安全性：通过分析驾驶行为与风险数据，为车队提供全景化风险监控与绩效评估，助力合规管理与培训优化。效率：通过实时处理车辆位置、路线与客流信息，提升调度效率与车队利用率。可持续性：结合能耗与载重数据，实现智能匹配与维护预警，降低运输频次与能源成本，提升整体运营效益。

车队作业系统与大模型的需求驱动力是车企对效率的追求。运营效率是商业运营服务车辆行业高度关注的因素之一。据美国运输研究院数据，2024 年卡车行业空驶率达 16.7%，由此造成的运营成本损失估计超过 7,000 亿美元。车队作业管理系统和大模型使管理者能精确评估车辆、驾驶员及路线的运行效率，优化运输计划、路线规划及载荷分配，并全面提升利用率与效率。对商用车企而言，通过加装车队作业管理系统和大模型，可获得长效的安全与运营效率提升、运营成本降低与风险控制。

北美领航，辅助驾驶系统渗透率有望高速增长。商用车安全效率领域发展可划分为四个阶段，一阶段位置跟踪是基本功能，二阶段视频录像能在事后提供价值，三阶段开始可防患于未然，实时监测司机疲劳驾驶，补充盲区视野，危险时警告或直接刹车。多国政策强制安装的即为三阶段智能安全件，包括自动紧急制动系统 AEBS、盲区检测 BSM 等。该阶段全套单车售价为 300-1000 美元，北美市场渗透率接近 18%，欧洲市场约为 4%，拉美和亚洲等其他区域在快速跟进中。以北美市场为龙头，整个市场正在度过增长曲线拐点迎来高速发展。

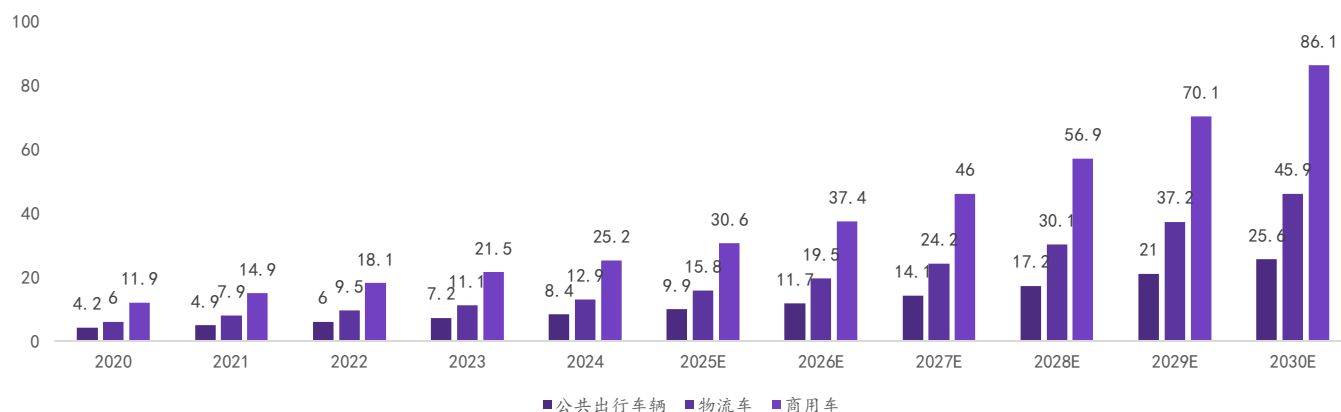
图表 15：商用车安全效率领域发展四阶段

	第一阶段 GNSS 位置跟踪	第二阶段 视频录像	第三阶段 AI 事中干预	第四阶段 数据智能+自动驾驶驱动 结合安全管理和效率提升
功能	实时获取车辆位置、行驶轨迹及运行速度等信息	车内车外监控录像，还原交通事故现场，司机行为分析	防疲劳/防追尾/盲区预警和录像取证等	预防安全隐患，描绘司机画像，助力管理决策
典型产品	联网 GNSS 定位器	车载数字录像机	具备车联网功能 AI 行驶记录仪	人工智能与大数据集合的解决方案
单车售价（美元）	50-100	100-500	300-1000	
渗透率	35%	接近 10%	北美 18%，欧洲 4%，其他区域快速跟进	
市场规模（美元）	153 亿	/	预计 44 亿	

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

商用视觉 AI 解决方案市场规模保持增长态势，预计未来政策影响将持续辐射，2030 年市场规模有望达到 861 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 23.0%。细分领域里，物流车视觉 AI 解决方案的市场规模较高，预计物流车/客车 2030 年市场规模为 459/256 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 21.1%/23.9%。

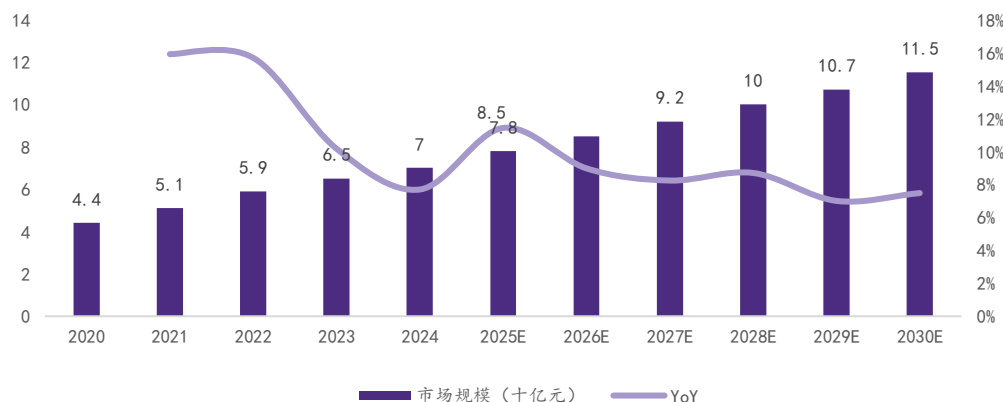
图表 16：2020-2030E 全球商用车（公共出行车辆、物流车）视觉 AI 解决方案市场规模（十亿元）



资料来源：H股招股说明书，弗若斯特沙利文报告，华鑫证券研究

视频设备发展较为成熟，如今由行车记录及事故证据收集的初始功能扩展至更广泛的领域，如驾驶员行为监测及车辆运营合规管理。预计视频设备市场维持稳定增长，2030 年市场规模有望达到 115 亿元，增速逐渐放缓，2025-2030 年 CAGR 为 8.1%。

图表 17：2020-2030E 全球商用车视频设备市场规模（十亿元）



资料来源：H股招股说明书，弗若斯特沙利文报告，华鑫证券研究

2.2、竞争格局分散，公司稳坐全球商用车智能化龙头

竞争格局分散，公司位居前列。全球商用车视觉 AI 解决方案市场较为分散，2024 年 CR5 为 38.6%，其中锐明技术排名第四，市占率 6.4%，前五位其他公司皆位于美国。物流车市场格局则更为集中，2024 年 CR5 为 56.7%，其中第一位市占率 29.1%，锐明技术位列第三，市占率 6.1%。公共出行车辆的 AI 视觉方案市场有更多中国企业参与，2024 年 CR5 为 41.3%，公司位列第二，市占率 9.2%。

图表 18：全球商用车（公共出行车辆、物流车）视觉 AI 解决方案竞争格局

商用车				物流车			公共出行车辆		
排名	公司	国家	2024 年市场份额	公司	国家	2024 年市场份额	公司	国家	2024 年市场份额
1	公司 A	美国	15.6%	公司 A	美国	29.1%	公司 C	美国	19.6%
2	公司 B	美国	7.6%	公司 B	美国	14.9%	本公司	中国	9.2%
3	公司 C	美国	6.9%	本公司	中国	6.1%	公司 E	中国	5.2%
4	本公司	中国	6.4%	公司 D	美国	4.0%	公司 F	以色列	4.6%
5	公司 D	美国	2.0%	公司 G	美国	2.7%	公司 H	中国	2.8%

资料来源：H 股招股说明书，弗若斯特沙利文报告，华鑫证券研究

视频设备龙一稳扎稳打。全球商用车视频设备市场竞争格局分散，各家市场份额较小，2024 年 CR5 为 22.0%，公司市占率为 5.3%，位列第一。

图表 19：全球商用车视频设备市场竞争格局

排名	公司	国家	2024 年市场份额
1	本公司	中国	5.3%
2	公司 C	美国	5.0%
3	公司 E	中国	4.9%
4	公司 I	美国	3.8%
5	公司 J	美国	3.2%

资料来源：H 股招股说明书，弗若斯特沙利文报告，华鑫证券研究

3、技术沉淀深厚，全球化布局强化护城河

3.1、技术深厚与研发高效并举，巩固技术壁垒

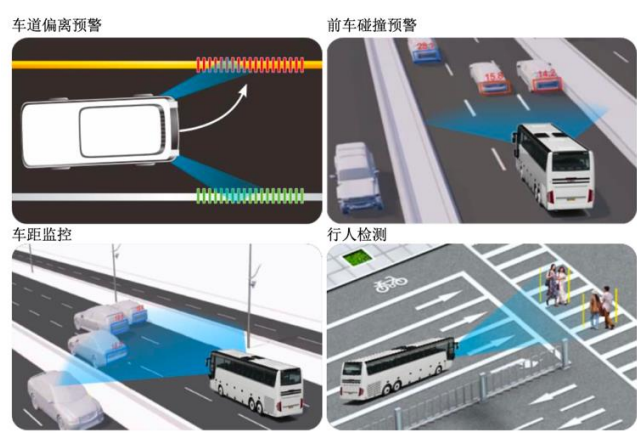
公司竞争优势之一：技术领先，研发高效。商用车视频设备必须满足高清晰成像、夜视、广角覆盖及抗震等严格要求，同时适应恶劣商业车辆条件，如尘土、雨水、雾气及眩光。先进的 AI 算法亦需要强大的算力及软件平台，对硬件性能提出严格要求。无缝的软件整合及高效的云端数据处理，进一步提升技术门槛。

深耕商用车领域，掌握多种算法。公司在商用车领域有超过 20 年的经验积累，能准确把握商用车多元应用场景的痛点和客户需求，将洞察转化为具有 AI 能力的解决方案和产品，快速研发新应用场景的解决方案。公司拥有 80 多种智能算法，涵盖高级驾驶辅助、紧急制动、驾驶员监测及盲区监测等领域，并且为视觉 AI 解决方案开发了一系列专有算法。这些算法经过大量数据的训练，即使在嵌入式芯片的计算约束下也能实现高精度。

自研大模型，缩短产品研发周期。公司自研了多个大模型，包括场景识别大模型、图像生成大模型、行业通用大模型等。相比于开源的生成大模型，自研的图像生成大模型能生成各种画质、各种光照、贴近实车场景的图片，达到以假乱真的程度，而开源大模型生成的图片往往过于精致，跟车载镜头拍摄的画面差异巨大，无法使用。该项技术可以大幅

提升公司在难例场景、罕见场景下的数据收集速度，大幅缩短产品研发周期。

图表 20：辅助驾驶功能示意图



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 21：AI 大模型系统示意图



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

海量数据积累助力模型训练，自主迭代持续进步。模型训练依赖于大量数据，公司在行业发展多年，积累众多客户，拥有庞大的场景数据资源，便于模型训练。公司基于数据开发的行业视觉通用大模型，相比开源大模型，在检测精度和速度上均实现了显著提升，可快速适应新场景和新业务需求。进一步地，公司的样本数据引擎能实现自动归档、样本去重、难例挖掘以及自动化标注等功能，使模型自主更新迭代，大幅增强模型的适应性和准确性。

打造三级研发架构，有效提高研究效率。三级研发架构包括基础技术层、行业标准层、行业定制层，约 80%的基础层可以在不同的研发项目中重复使用，显著加快项目交付时间。基础层的高复用率也使得资源能更多分配给行业层及定制层，有助于实现新技术的产生和迭代以及解决方案与应用场景和客户需求的深度融合。

图表 22：公司三级研发架构



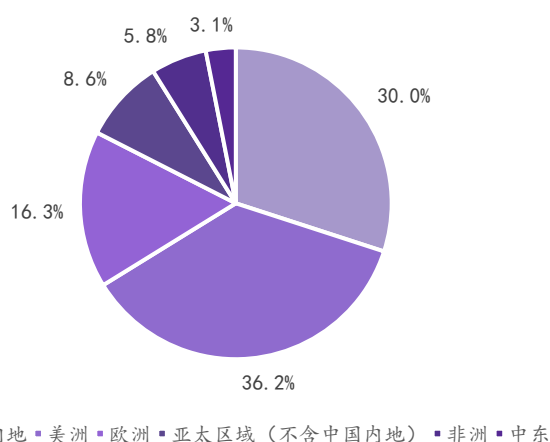
资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

3.2、全球业务扩张提质增效，产能布局抗风险

公司竞争优势之二：客户粘性高且优质，海外业务毛利率高，越南工厂抗地缘风险。

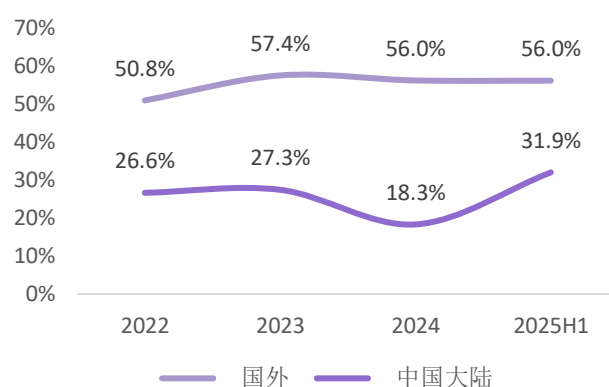
放眼全球，出海战略为公司带来高毛利营收。公司业务遍布全球，已拓展至全球超过 100 个国家和地区，2025H1 内地营收占比 30%，美洲占比 36.2%，欧洲占比 16.3%。公司在美国、新加坡、阿联酋、越南等地分别设有子公司，并设有海外营销中心一级职能部门，团队专职负责美洲、欧洲、中东等境外各地业务的销售渠道建设及技术支持。海外业务的毛利率明显高于内地，内地业务毛利率约 25%，海外业务毛利率保持在 50%+，优化公司盈利能力。

图表 23：2025H1 公司营业收入各区域占比



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

图表 24：公司各地区毛利率



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

欧美市场采取 ODM 模式，新兴市场自主品牌打开知名度。针对不同地区市场特点，公司实施差异化的市场开拓策略。在欧美发达市场，当地品牌商历史悠久，已经拥有较为固定的终端用户群体和完善的本地化服务能力，因此公司以定制品牌方式与欧美地区客户合作，为 AngelTrax、Brigade、REI、Safety Vision 等多家欧美知名品牌提供车载终端设备。而在中东、南美及亚太等新兴市场，相关产品的发展历史较短，公司产品具有明显的技术优势，功能创新且全面，因此公司采取自主品牌战略，实现品牌溢价与市场份额的双重提升。

越南产能爬坡，降低关税风险。公司有两处生产基地，广东基地于 2021 年投产，面积约 25000 平方米，越南基地第一期面积约 8400 平方米，于 2023 年开始产能爬坡，25 年接近满产，二期面积 17000 平方米，25H1 二期工程已基本完成，开始逐步投产。考虑到美国对华关税形势多变，在越南设厂能从一定程度上规避关税问题。公司的定制化业务模式与客户深度绑定，切换供应商成本较高，关税政策对公司影响整体可控。

图表 25：公司 2022-2025H1 生产基地产能

	2022	2023	2024	2025H1
中国基地				
有效产能（千）	1320.0	1584.0	1887.6	1090.3
产量（千）	1244.0	1347.7	1629.5	995.2

利用率 (%)	94.2	85.1	86.3	91.3
越南基地				
有效产能 (千)	—	79.2	277.2	311.5
产量 (千)	—	8.0	188.7	266.9
利用率 (%)	—	10.1	68.1	85.7

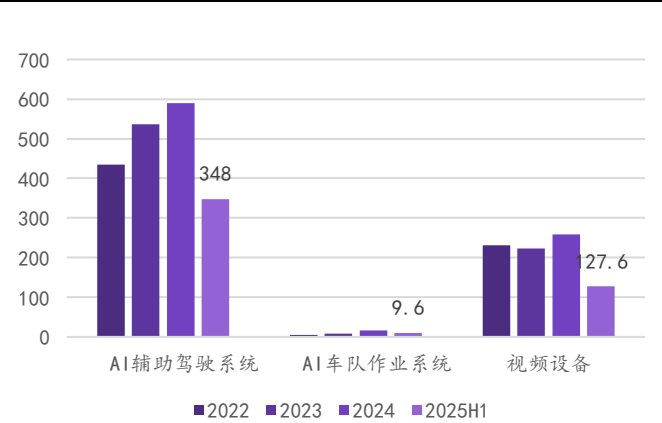
资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

4、增长驱动力：高阶智驾打开天花板

4.1、辅助驾驶量价齐升，前装业务放量显著

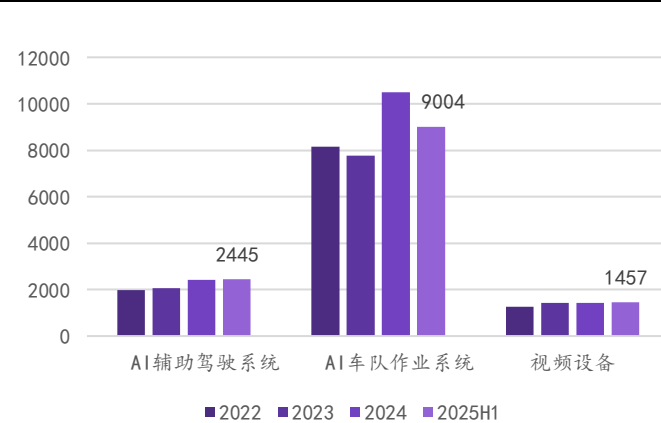
辅助驾驶业务量价齐升：1) **量：**政策引导下前装业务发力，多款符合新规的产品将于25-26年放量，每年欧盟新规下需求12亿，越南厂产能26-27年释放，满足增量营收；2) **价：**回顾安全领域产品发展阶段可发现，越智能化、集成更多辅助驾驶功能的产品价格更高，公司产品不断升级聚焦高价值产品，单价逐渐上升。

图表 26：公司 2022-2025H1 产品销量（千套）



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

图表 27：公司 2022-2025H1 产品平均售价（元）



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

前装业务打开潜在增长极，每年欧盟需求 12 亿元。随着各国政策推出，新商用车需强制搭载辅助驾驶系统，前装业务进入放量阶段。欧盟 GSR II 欧标安全管理系统规定，2024 年 7 月起新商用车都必须配备多项辅助驾驶功能。在此政策下，公司成功在 2023 年完成基于 GSR 的全套安全系统开发，2024 年实现前装量产商业化落地，获全球商用车企近 40 款车型量产定点，同步在欧洲完成多国市场交付落地。2024 年前装业务营收约 9700 万元，同比增长 119.80%，2025H1 前装业务营收超过 24 全年，增速极快。据统计欧标安全管理系统覆盖的车辆数约为 672 万辆，在 2024 年法规正式落地后，每年产生约 50 万套辅助驾驶方案的需求，以公司 2025H1 辅助驾驶系统的平均售价 2445 元/套测算，每年该业务对应的欧盟需求规模达到 12 亿元。

把握市场机遇，拓宽产品矩阵。具体到产品方面，在法规带来的市场机遇下，公司研发出多款满足法规标准的辅助驾驶产品，包括符合欧标的自动紧急制动系统和电子后视镜、

满足国标的行驶记录仪、L2 级智能驾驶方案，预计 25-26 年放量。1) 自动紧急制动系统（AEBS）和全新扩展升级的自动巡航系统（ACC）已经成功在多家头部整车厂的商用车型实现定点量产，其中部分车型开始在欧洲市场部署落地。2) 新开发的电子后视镜融合欧标系统即将发布。3) 公司发布了多款满足 GB/T 19056-2021 新国标的行驶记录仪产品，已取得多个客车主机厂、卡车主机厂项目的定点。4) 基于全新计算平台开发 L2 级全栈智驾域控方案，支持车道居中辅助等核心功能，预计于 2025 年完成功能验证与量产发布。

图表 28：公司产品矩阵示意图



资料来源：H股招股说明书，华鑫证券研究

未来越南产能释放满足增量需求 12 亿元。供应方面，公司越南二期生产基地已开始产能爬坡，预计 26 年产能显著提升，27 年产能完全释放。越南一期+二期共 25000 平方米场地有望达到与中国生产基地相同产能水平。假设产能与营收成正比，越南二期产能完全释放将有 50%增量产能，对应 27 年可贡献的价值约 12 亿元，满足增量需求。

4.2、远期空间：高阶智驾星辰大海，稀缺商用车智驾标的

● 4.2.1 无人驾驶商用车率先破局，规模化曙光渐明

封闭区域商用车已实现 L4 级自动驾驶。根据 SAE 分类，商用车无人驾驶一般指 L4（高度自动化）和 L5（完全自动化）。目前在矿区、港口、工厂等受控环境中已经实现 L4 级无人驾驶，车辆可于特定条件下在无需人类干预的情况下运行。而在公共道路上实现完全无人驾驶，尤其是 L5 级无人驾驶仍是长期目标，监管未完全放开。

图表 29：汽车驾驶自动化分级

种类	等级	名称	功能	用户介入
驾驶	L0	应急辅助	能感知环境，不能应对所有紧急场景	用户驾驶，紧急情况时系统介入避免

辅助	L1	部分驾驶辅助	能同时辅助控制方向盘或油门，具备事件探测与响应能力	用户与系统共同驾驶
	L2	组合驾驶辅助	能同时辅助控制方向盘和油门，具备事件探测与响应能力	用户与系统共同驾驶
	L3	有条件自动驾驶	能在限定条件下持续执行全部驾驶任务	发出介入请求时需用户接管驾驶
自动 驾驶	L4	高度自动驾驶	能在固定区域持续执行全部驾驶任务	发出介入请求时系统自动达到最小风险状态，某些车辆可无人工驾驶功能
	L5	完全自动驾驶	能在任何条件下执行驾驶任务，无运行范围限制	入请求时系统自动达到最小风险状态

资料来源：《汽车驾驶自动化分级》，中国汽车技术研究中心有限公司，华鑫证券研究

商用车率先应用无人驾驶，解决安全与效率痛点。乘用车无人驾驶必须面对城市交通的不可预测性、复杂的人际互动，以及仍在不停演变的监管环境。相比之下，商用车，特别是在密闭或半结构化环境中运行的车辆更易于应用自动驾驶。此外，自动驾驶能在一定程度上解决商用车注重安全与效率的两大痛点。1) 安全性。自动驾驶技术的引入可以减少人为失误引起的商用车事故，将潜在的伤亡和经济损失降至最低。自动驾驶还可以避免驾驶员长期暴露在危险环境中，从而降低此类健康风险，例如矿区的粉尘和噪音会引起慢性肺部和听力问题。2) 效率与可靠性。由于人的注意力集中时间和连续工作时长有限，人力驾驶的商用车的运作经常被暂停，而自动驾驶商用车可以全天 24 小时不中断地保持运营，从而提升运营的效率与可靠性。

全球多项政策加速推进自动驾驶落地。随著全球道路安全及汽车智能化的关注日益提升，各国政府正颁布并实施监管框架，以促进行业发展。2021 年 1 月，美国交通运输部发布《自动驾驶汽车综合计划》，阐明支持智能驾驶的具体措施及优先事项。2022 年 8 月，欧盟引入统一的 ADS 型式认证程序及技术标准，逐步建立监管框架。2023 年 11 月，中国政府发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点的通知》，允许遴选搭载 L3/L4 功能的车辆在指定城市区域进行道路测试，加速先进智能驾驶的商业化。

自动驾驶商用车的应用场景可分为封闭场景、城际干线、城市道路三大类。封闭场景主要包括矿场、物流园区、港口码头、机场货运区、封闭厂区等；城际干线场景指城际物流运输，如跨城货运、大宗商品运输；城市道路场景包括无人公车、城市物流、城市内“最后一公里”配送、无人环卫等。从落地进度看，港口、矿山、园区等封闭或半封闭场景已率先突破，城际干线因政策、成本等瓶颈仍在探索中，城市道路场景下无人巴士已开始多地试点。

图表 30：商用车自动驾驶发展现状

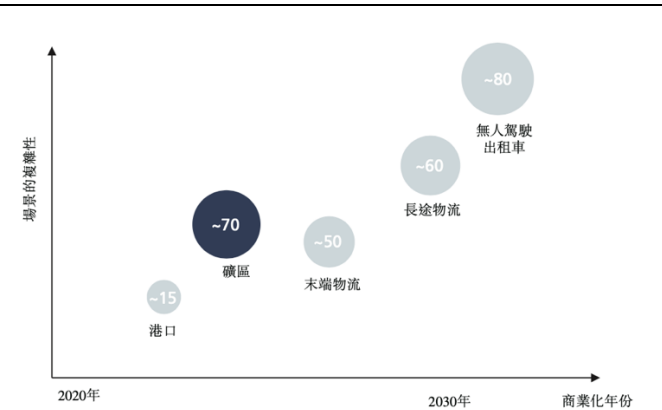
分类	应用场景	现阶段问题	应用现状	锐明技术相关
封闭场景	矿场、园区、港口、机场	/	全球进入规模化应用阶段	有 ADAS 等辅助驾驶系统
城际干线	高速、国道等长距离物流运输	跨区域路权互认尚未普及，成本较高	长途正在试点	
城市道路	无人公车、城市物流、末端配送、无人环卫	路况复杂，政策尚未放开	物流车和无人巴士多地试点规模化	推出 Xbus，正在推动落地应用

资料来源：思瀚产业研究院，华经产业研究院，商用车新视界等，华鑫证券研究

以矿区为代表的封闭场景下，自动驾驶已实现规模化运营。封闭场景因环境可控、规则清晰、安全风险低，成为商用车智能驾驶落地的第一站。中国走在无人驾驶的应用前列，

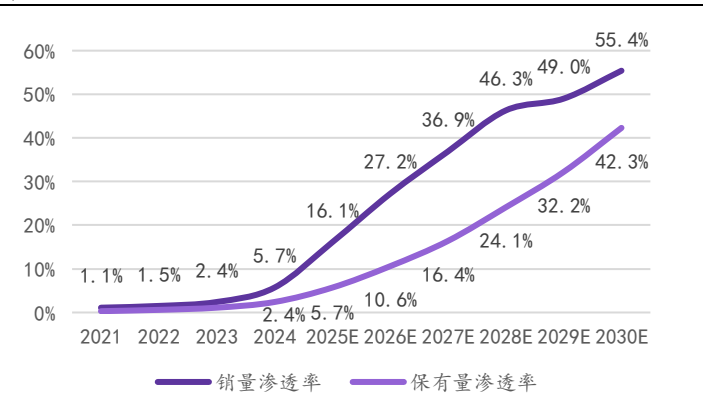
截至 2025 年 7 月，中国拥有的自动驾驶卡车数量全球最多，达 2090 辆。尤其在矿山领域，政策驱动效果显著。国家相关部门明确要求，到 2026 年全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，智能化工作面数量占比不低于 30%，小型煤矿若未完成智能化改造将面临“关停并转”。政策倒逼矿山企业加速智能驾驶布局，伯镭科技、易控智驾等企业已在全国 20 余座矿山实现超 1000 台无人驾驶矿卡的规模化应用。预计 25 年无人驾驶矿卡销量渗透率 16.1%，2030 年销量渗透率有望超过 50%。

图表 31：L4 级无人驾驶中国市场规模（十亿元）



资料来源：易控智驾H股招股说明书，华鑫证券研究

图表 32：2021-2030E 中国无人驾驶矿卡销量与保有量渗透率



资料来源：易控智驾H股招股说明书，弗若斯特沙利文，华鑫证券研究

城际干线物流场景的自动驾驶处于示范验证到小规模运营的跃升期。干线物流市场规模达到 3.9 万亿元，自动驾驶蓝海大有可为。中国、美国、欧洲、日本已通过多项试点项目和技术测试，卡尔动力已在华北、西北等地区开展跨市 L4 级自动驾驶重卡编队测试；小马智行、主线科技在京津塘高速开启卡车编队跟随车无人化测试及货运服务。目前京津冀、长三角已开展跨省高速测试，但跨区域路权互认尚未普及，长途干线运输仍需要向沿途各省申请测试资质。未来随着试点地区逐渐铺开，打通跨省干线的审核阻碍，长途干线运行将更为畅通。

图表 33：干线物流无人驾驶货车示意图



资料来源：卡尔动力官网，华鑫证券研究

图表 34：珠海无人巴士示意图



资料来源：低速无人驾驶产业联盟，华鑫证券研究

无人巴士商业化爆发在即。城市道路的特点为交通密度高且路况较难预测，需要能够处理此等非架构化场景的更先进的感知技术及精密的算法。其中无人驾驶巴士具有运营路

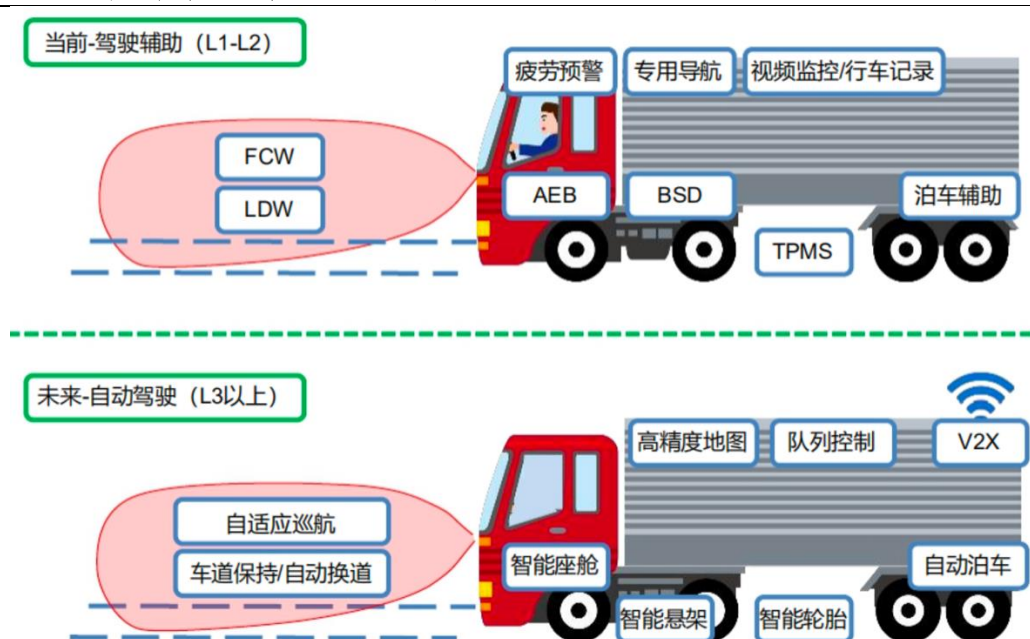
线和班次固定、停靠站点明确、载客量大等特点，应用场景复杂程度相对较低，商业化进程领先，全国已有 20+个城市启动自动驾驶公交试点项目。当前无人驾驶已站在商业化关键阶段，在公交场景推广应用步伐全面提速，逐渐形成规模化趋势，预计到 2030 年，国内自动驾驶公交车产值增量将达到 300 亿元左右。

● 4.2.2 进军高阶智驾，自动驾驶 Xbus 质变升级

商用车智能驾驶的技术路径正在向高阶演变。公司强势进军高阶智驾，凭借技术与客户积累的先发优势，有望质变打开远期营收天花板：

高阶智驾是高级辅助驾驶的综合升级版。近年来，各大商用车企业以及自动驾驶服务商加大力度布局商用车智能化领域，全力推动高阶智能驾驶在商用车的应用，商用车智能化转型步伐全面提速。高阶智能驾驶在传统高级辅助驾驶的基础上，通过更先进的传感器融合、智能算法和高性能计算，实现车辆对复杂道路环境的全面感知、理解和决策，达到更高层次的自动驾驶水平。相比于高级辅助驾驶系统，高阶智驾在硬件配置上进行了全方位的升级，更在软件算法、系统冗余及故障自诊断等方面实现了突破，可以同时执行多个高级辅助驾驶的功能。

图表 35：商用车智能化解决方案示意图



资料来源：驱动世界，华鑫证券研究

商用车智驾不同于乘用车，技术门槛高。多家乘用车企迈入商用车智能驾驶领域，然而商用车智能驾驶侧重点与乘用车有所不同，乘用车企需要克服技术差异。1) 商用车的视角较高，因此盲点较大，必须采用与乘用车不同且更先进的传感器部署策略，包括更多的传感器、更复杂的安装配置，以及对感测范围及精度更严格的要求，以确保准确的感知及安全的操作，尤其是在矿场等没有道路标志、车道标记或引导线的环境中。2) 商用车较重的重量导致转向、刹车及节流阀反应较缓，使得稳定的动态控制变得更加复杂。3) 恶劣的工作环境，如脏乱、多灰、多岩石的路面，以及商用车运营典型的长运营时长，均需要更强大的工业重型机械现场部署与测试能力，以确保在严苛条件下可靠且高效的自动驾驶性能。

进军高阶智驾拥有先发优势：1) **技术基础：**公司深耕商用车智能驾驶十余年，积攒了丰富的项目经验，已推出成熟的高级辅助驾驶系统并量产。现阶段公司加大了高阶智能驾驶的研发投入，基于高级辅助驾驶的研发基础，进军高阶智驾有技术优势。2) **有针对性：**相比于乘用车企，公司自成立之初便定位服务商用车，行业理解深厚，了解商用车运输安全、保险风控与运营效率等多个细分领域的需求与痛点，更能针对性开发智能驾驶方案；3) **客群积累：**公司建立了广泛的国际市场网络，形成了以属地化管理团队为核心的本地运营体系，对不同地区文化差异、法规标准和市场需求的适应能力强，在中国亦有十余年的客户积累，为未来高阶智驾铺设了渠道基础。

强势推出自动驾驶 Xbus，黎明前夜值得期待。在无人驾驶商用车领域，无人巴士商业化走在前列，2025 年无人巴士在全国多地开展试点。公司推出自动驾驶巴士 Xbus，搭载以 AI 技术为核心的智能公交解决方案，采用公交运营域控与自动驾驶域控双域架构，通过云端协同与双环防护，保障无人巴士安全运行。锐明技术正在重点推进 Xbus 的落地应用，2024 年与广州交信投科技签署战略合作协议，与沙特最大的公交运营企业 SAPTCO 签署了合作协议，推进 Xbus 在中东市场的开拓。无人巴士试点工作热火朝天，监管放开后或将迎来市场爆发，期待 Xbus 未来放量。

图表 36：公司 Xbus 产品示意图



资料来源：锐明技术公众号，华鑫证券研究

5、盈利预测评级

中国、欧盟等多地要求安装商用车辅助驾驶系统，政策督促+企业对安全的追求驱动辅助驾驶系统需求增长，新业务 AI 大模型营收处于快速上升阶段，25 年低毛利业务出表对营收有所影响，预计 26-27 年营收将显著上升，2025-2027 年营业收入为 26.7/33.5/41.5 亿元，增速-3.9%/25.6%/24%。

海外业务高占比保证毛利率处于高位，低毛利业务出表将优化盈利结构，AI 车队管理系统与大模型皆为高毛利产品可抬升毛利率，预计 25-27 年综合毛利率为 47.5%/48.1%/48.2%。

公司构建三级研发架构，提升研发效率，预计研发费用率下行，25-27 年归母净利润为

4.0/5.3/6.6 亿元，增速 36.3%/34.7%/24.5%。当前股价对应 P/E 分别为 22/16/13，考虑到公司强化智能驾驶投入及布局，公司当前估值具备向上空间，给予“买入”投资评级。

图表 37：公司营业收入假设

营业收入（万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商用车综合监控信息化系统	132618.5	167083.3	225562.4	286464.2	358080.3
YoY	26.39%	25.99%	35.00%	27.00%	25.00%
商用车通用监控产品	16107.5	30316.5	34864.0	41836.8	50204.2
YoY	6.44%	88.21%	15.00%	20.00%	20.00%
其他业务	21199.1	80345.7	6427.7	6749.0	7086.5
YoY	15.72%	279.00%	-92.00%	5.00%	5.00%
合计：	169925.1	277745.5	266854.1	335050.1	415371.0
营业成本（万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商用车综合监控信息化系统	72336.3	90899.3	120901.4	151826.1	189782.6
商用车通用监控产品	6258.5	11840.0	13248.3	15814.3	18876.8
其他业务	18353.0	75625.8	6042.0	6344.1	6661.3
合计：	96947.8	178365.2	140191.8	173984.5	215320.6
毛利率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商用车综合监控信息化系统	45.5%	45.6%	46.4%	47.0%	47.0%
商用车通用监控产品	61.1%	60.9%	62.0%	62.2%	62.4%
其他业务	13.4%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
合计：	42.9%	35.8%	47.5%	48.1%	48.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：商用车综合监控信息化系统大致对应公司产品辅助驾驶系统、车队作业系统、AI 大模型，通用监控产品大致对应公司视频设备。

6、风险提示

1) 美国贸易战带来的全球供应链变化风险。2025 年美国贸易政策的不确定性，给全球供应链带来重大冲击。由于公司海外销售收入占比近 70%，贸易政策的不确定性带来的风险不容忽视，尤其若面临极端情况，公司销售收入将面临下降风险。

2) 技术更新换代风险。公司运用的人工智能、高清视频和大数据等技术发展速度较快，相关技术的应用场景变化也较快，如果不能及时跟进相关技术的变动趋势、不能及时推动创新产品的落地应用，公司发展前景将存在不确定性。

3) 汇率波动风险。公司出口业务销售占比较大，基本采用美元结算，由于汇率受国内外政治、经济环境等众多因素的影响，若未来人民币对美元汇率呈现较大波动，可能影响公司的盈利水平。

4) 市场竞争加剧风险。若公司不能持续维持自身的竞争优势，不能不断适应客户在产品功能、稳定性以及性价比方面的更高要求，则行业竞争加剧将可能对公司未来经营业绩产生不利影响。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	2,777	2,669	3,351	4,154
现金及现金等价物	980	1,560	1,853	2,330	营业成本	1,784	1,402	1,740	2,153
应收款	712	673	826	1,013	营业税金及附加	14	14	17	22
存货	539	407	491	596	销售费用	205	240	285	353
其他流动资产	103	82	89	97	管理费用	244	280	335	415
流动资产合计	2,334	2,722	3,259	4,036	财务费用	-31	-30	-42	-57
非流动资产：					研发费用	284	326		
金融类资产	2	2	2	2	费用合计	702	816	970	1,197
固定资产	383	390	412	420	资产减值损失	-19	4	0	0
在建工程	17	32	20	12	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	36	34	33	31	投资收益	-1	22	4	4
长期股权投资	13	25	28	30	营业利润	288	464	630	789
其他非流动资产	257	257	257	257	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	707	739	750	751	减：营业外支出	1	2	2	2
资产总计	3,041	3,460	4,009	4,786	利润总额	287	463	629	788
流动负债：					所得税费用	-7	62	89	116
短期借款	167	349	274	229	净利润	294	400	539	671
应付账款、票据	715	582	732	924	少数股东损益	4	5	7	9
其他流动负债	291	291	291	291	归母净利润	290	395	532	663
流动负债合计	1,284	1,324	1,416	1,580					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	70	70	70	70	营业收入增长率	63.5%	-3.9%	25.6%	24.0%
非流动负债合计	70	70	70	70	归母净利润增长率	184.5%	36.3%	34.7%	24.5%
负债合计	1,355	1,394	1,486	1,650	盈利能力				
所有者权益					毛利率	35.8%	47.5%	48.1%	48.2%
股本	177	181	181	181	四项费用/营收	25.3%	30.6%	28.9%	28.8%
股东权益	1,687	2,066	2,339	2,679	净利率	10.6%	15.0%	16.1%	16.2%
负债和所有者权益	3,041	3,460	3,825	4,329	ROE	17.2%	19.1%	22.8%	24.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	44.5%	40.3%	37.1%	34.5%
净利润	294	400	539	671	营运能力				
少数股东权益	4	5	7	9	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9
折旧摊销	64	27	28	29	应收账款周转率	3.9	4.0	4.1	4.1
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.3	3.5	3.6	3.6
营运资金变动	60	50	-77	-91	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	421	483	497	618	EPS	1.64	2.19	2.95	3.67
投资活动现金净流量	-50	-33	-13	-3	P/E	29.4	22.0	16.3	13.1
筹资活动现金净流量	208	161	-341	-376	P/S	3.1	3.3	2.6	2.1
现金流量净额	580	611	142	239	P/B	5.1	4.2	3.7	3.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新能源组介绍

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，曾就职于知名 PE 公司，从事一级及一级半市场，参与过新能源行业多个知名项目的投融资。2017 年开始从事新能源行业二级市场研究，具备 5 年以上证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，深度覆盖电动车、锂电、储能、氢能、锂电新技术、钠电等方向。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。