



叶海燕, CFA, CESGA

电话: +852 2533 3723

电邮: evayip@sbichinacapital.com

建议	强烈买入
目标价(港元)	36.70
现价(港元)	15.36
52周最高价/最低价(港元)	39.50/9.86
市值(亿港元)	64.17

资料来源:彭博及软库中华

佑驾创新 (2431.HK)

公司信息更新报告:L4 无人车业务打开成长空间;股东增持彰显信心

L4 无人车业务切入无人物流赛道

近日佑驾创新正式交付首批无人物流车。公司去年9月发布无人物流车品牌“小竹无人车”，并同步上线两款产品T5、T8，正式切入无人物流赛道。管理层近期于媒体访问表示，推出至今累计订单量超千台。预计今年将交付1万台无人物流车，在深圳、成都、西安、江阴等城市进行规模化运营。我们认为公司短时间内实现关键交付及累积批量订单，显示其L4无人车业务再度取得突破，标志L4业务规模化的拐点已实质性到来。

核心车型覆盖不同物流场景

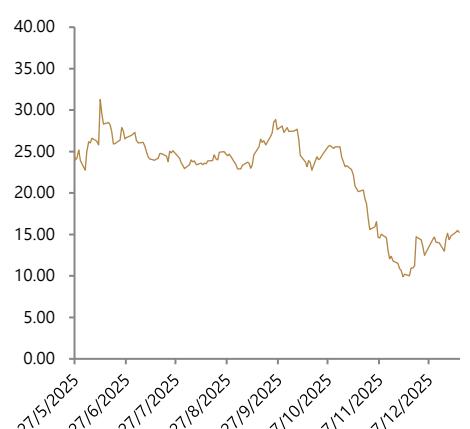
公司通过T5及T8两款核心车型的推出，精准覆盖不同物流场景，包括快递物流、城市仓配、生鲜冷链等多元化场景。首发两款车型T5和T8的核心零部件为100%车规级，采用多传感融合的方案，包括3颗激光雷达及11颗摄像头，可以实现360°无盲区视角、精准识别路况。T5拥有5.5m³容积、最大载重1,000kg，最高续航180km，主要服务于快递城配、商超零售、生鲜配送等生活场景。T8则拥有8.5m³容积，最大载重1,700kg，最高续航240km，可满足大运量运输需求，应用于工业物流、耐用仓配等专业场景。

股东增持彰显信心

公司公布，董事长、总经理兼执行董事刘国清博士本月于公开市场购买合共150,000股公司H股，占公司已发行股份0.04%。另外，公司基石投资者Horizon Robotics (9660.HK)亦于本月增持公司688,200股H股。公司本月底亦于市场进行回购，回购约300万股H股，回购金额达4,487.86万港元。投资者忧虑公司短时间进行集资配售，资金或有压力，估值前期一度受压。股东及基石投资者于市场增持彰显对公司长期投资价值的认可，对公司未来发展具信心。股份回购亦表达公司重视对股东的合理投资回报。

股价表现

(港元)



	1个月	3个月	12个月
股价变动	53.3%	-35.7%	-20.7%
相对恒指	48.2%	-39.6%	-60.3%

资料来源:彭博及软库中华

投资建议

车企加速布局智驾平权战略，公司获得更多主机厂定点项目及平台型定点，以及L4业务持续推进，无人小巴及无人物流车步入规模化交付，业绩弹性将更为显著。我们看好公司收入提速，我们预测公司2025/2026年的收入达到10.1/16.0亿元人民币，同比增长53.0%/59.6%；预期26年可实现单季盈亏平衡，27年扭亏为盈预期不变。目标价36.70港元，按8倍P/S，维持强烈买入评级。

财务资料与估值

年结日：12月31日

(百万人民币)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)
收入	476.2	654.5	1,001.3	1,597.8
归属母公司净利润	(197.2)	(216.5)	(177.8)	(102.0)
每股盈利(人民币分)	(59.36)	(61.32)	(43.97)	(24.25)
同比	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	12.1	8.8	5.8	3.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源:彭博及软库中华

公司简介

佑驾创新成立于2014年，是国内智能驾驶和座舱解决方案领先供应商，提供全面的智能驾驶和座舱解决方案。产品包括1.)智能驾驶解决方案包括L0至L2级驾驶辅助解决方案(iSafety)和L2至L2+级智能导航辅助解决方案(iPilot)系列，以及L4级自动驾驶功能的iRobo解决方案、2.)智能座舱解决方案及3.)车路协同。公司的客户主要包括整车厂及一级供应商。公司直接向整车厂提供解决方案，以定制其技术并将其集成到客户的车型中。公司亦向一级供应商提供解决方案，由供应商将公司的技术集成到其产品中，然后再供应予整车厂。

风险

- 产品商业化进展不及预期；
- 自动驾驶渗透率不及预期；
- 行业竞争激烈；
- 未能跟随市场需求研发新解决方案维持竞争力；
- 下游整车厂及一级供应商等客户对智驾解决方案的降价压力大于预期；
- 政府自动驾驶政策变动；
- 产品因设计或质量缺陷遭索赔；
- 财务风险，盈亏平衡慢于预期。

财务报表及主要财务比率

损益表

年结日：12月31日 (百万人民币)	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)	年结日：12月31日 (百万人民币)	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)
收入	476.2	654.5	1,001.3	1,597.8	固定资产	35.7	43.9	71.6	83.3
同比变动	70.5%	37.4%	53.0%	59.6%	无形资产	10.3	18.9	21.6	24.6
销售成本	(408.2)	(549.7)	(838.0)	(1,285.8)	其他非流动资产	49.7	76.4	68.9	63.4
毛利	68.0	104.8	163.3	312.0	非流动资产	95.7	139.2	162.1	171.3
其他收入	29.3	29.5	25.0	32.0					
经营开支	(303.0)	(356.7)	(381.5)	(455.4)	存货	145.0	124.2	160.7	229.0
经营利润/亏损	(205.7)	(222.5)	(193.2)	(111.4)	贸易应收账款	333.6	506.5	507.5	525.3
融资成本	(1.4)	(5.2)	(0.1)	0.5	现金或现金等物	197.9	793.9	949.5	771.1
合营及联营企业损益	-	-	-	-	其他	315.6	114.5	114.5	114.5
税前利润/亏损	(207.1)	(227.7)	(193.3)	(110.9)	流动资产	992.1	1,539.1	1,732.2	1,639.9
所得税开支	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)					
净利润/亏损	(207.2)	(227.7)	(193.3)	(110.9)	总资产	1,087.8	1,678.3	1,894.3	1,811.2
少数股东损益	(9.9)	(11.3)	(15.5)	(8.9)					
归属母公司净利润/亏损	(197.2)	(216.5)	(177.8)	(102.0)	长期借贷	18.8	32.1	56.6	52.2
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用	其他非流动负债	32.0	13.3	13.3	13.3
					非流动负债	50.8	45.4	69.9	65.5
每股盈利(人民币分)	(59.4)	(61.3)	(44.0)	(24.3)					
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用	应付款项	130.1	226.3	206.6	246.6
每股股利(人民币)	-	-	-	-	短期贷款	77.9	159.4	226.5	208.8
					其他流动负债	76.0	104.1	104.1	104.1
经调整 EBITDA	(154.7)	(161.0)	(122.9)	(59.8)	流动负债	284.0	489.8	537.2	559.4
经调整净利润/亏损	(184.8)	(166.7)	(170.3)	(110.9)	总负债	334.7	535.2	607.1	624.9
					股东权益	733.5	1,134.8	1,284.3	1,182.3
					非控股权益	19.6	8.3	2.9	4.0
					总负债及总权益	1,087.8	1,678.3	1,894.3	1,811.2

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

资产负债表

年结日：12月31日 (百万人民币)	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)	年结日：12月31日 (百万人民币)	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)
收入	476.2	654.5	1,001.3	1,597.8	固定资产	35.7	43.9	71.6	83.3
同比变动	70.5%	37.4%	53.0%	59.6%	无形资产	10.3	18.9	21.6	24.6
销售成本	(408.2)	(549.7)	(838.0)	(1,285.8)	其他非流动资产	49.7	76.4	68.9	63.4
毛利	68.0	104.8	163.3	312.0	非流动资产	95.7	139.2	162.1	171.3
其他收入	29.3	29.5	25.0	32.0					
经营开支	(303.0)	(356.7)	(381.5)	(455.4)	存货	145.0	124.2	160.7	229.0
经营利润/亏损	(205.7)	(222.5)	(193.2)	(111.4)	贸易应收账款	333.6	506.5	507.5	525.3
融资成本	(1.4)	(5.2)	(0.1)	0.5	现金或现金等物	197.9	793.9	949.5	771.1
合营及联营企业损益	-	-	-	-	其他	315.6	114.5	114.5	114.5
税前利润/亏损	(207.1)	(227.7)	(193.3)	(110.9)	流动资产	992.1	1,539.1	1,732.2	1,639.9
所得税开支	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)					
净利润/亏损	(207.2)	(227.7)	(193.3)	(110.9)	总资产	1,087.8	1,678.3	1,894.3	1,811.2
少数股东损益	(9.9)	(11.3)	(15.5)	(8.9)					
归属母公司净利润/亏损	(197.2)	(216.5)	(177.8)	(102.0)	长期借贷	18.8	32.1	56.6	52.2
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用	其他非流动负债	32.0	13.3	13.3	13.3
					非流动负债	50.8	45.4	69.9	65.5
每股盈利(人民币分)	(59.4)	(61.3)	(44.0)	(24.3)					
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用	应付款项	130.1	226.3	206.6	246.6
每股股利(人民币)	-	-	-	-	短期贷款	77.9	159.4	226.5	208.8
					其他流动负债	76.0	104.1	104.1	104.1
经调整 EBITDA	(154.7)	(161.0)	(122.9)	(59.8)	流动负债	284.0	489.8	537.2	559.4
经调整净利润/亏损	(184.8)	(166.7)	(170.3)	(110.9)	总负债	334.7	535.2	607.1	624.9
					股东权益	733.5	1,134.8	1,284.3	1,182.3
					非控股权益	19.6	8.3	2.9	4.0
					总负债及总权益	1,087.8	1,678.3	1,894.3	1,811.2

现金流量表

年结日：12月31日 (百万人民币)	财务指标								
	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)	年结日：12月31日	2023(A)	2024(A)	2025(E)	2026(E)
税前利润	(207.1)	(227.7)	(193.3)	(110.9)	收入同比变动	70.5%	37.4%	53.0%	59.6%
折旧与摊销	26.4	30.3	36.9	40.6	每股盈利同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
营运资金变动	(127.9)	(73.8)	(57.3)	(46.1)	毛利率	14.3%	16.0%	16.3%	19.5%
其他	30.9	50.2	10.4	10.9	经营利润率	-43.2%	-34.0%	-19.3%	-7.0%
经营活动现金流	(276.3)	(215.8)	(203.2)	(105.9)	净利润率	-43.5%	-34.8%	-19.3%	-6.9%
					EBITDA 利润率	-32.5%	-24.6%	-12.3%	-3.7%
资本开支	(27.2)	(71.0)	(60.0)	(50.0)	股本回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
其他	(161.2)	213.8	-	-	资产回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
投资活动现金流	(188.4)	142.8	(60.0)	(50.0)	流动比率	349.4%	314.2%	322.4%	293.1%
					速动比率	298.3%	288.9%	292.5%	252.2%
权益变动	348.5	616.7	327.4	-	现金比率	69.7%	162.1%	176.7%	137.8%
净借贷	41.1	94.8	91.7	(22.2)	负债权益比率	13.2%	16.9%	22.0%	22.1%
股息支出	-	-	-	-	库存周转天数	140.1	89.3	70.0	65.0
其他	31.4	(36.7)	10.0	10.0	应收账款周转天数	211.3	234.3	185.0	120.0
融资活动现金流	418.9	668.7	418.7	(22.5)	应付款项周转天数	108.0	118.3	90.0	70.0
净现金变动	(45.8)	595.8	155.6	(178.4)	营运资金周转天数	243.4	205.3	165.0	115.0
公司自由现金流	(300.2)	(279.3)	(252.8)	(145.7)	股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

建议强烈买入：未来12个月绝对增长超过50%

建议买入：未来12个月绝对增长超过10%

建议持有：未来12个月绝对回报在-10%至+10%

建议沽售：未来12个月绝对下降超过10%

建议强烈沽售：未来12个月绝对下降超过50%

披露：投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融服务有限公司或其同系附属/关联公司正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

软库中华金融服务有限公司同系附属公司担任深圳佑驾创新科技股份有限公司之合规顾问。于2025年11月软库中华金融服务有限公司担任深圳佑驾创新科技股份有限公司(2431.HK)H股配售的整体协调人及联席配售代理。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反映了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中信息已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布尔日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1)在适用法律许可情况下，在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2)和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3)在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给特定客户、专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多信息，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构。

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。