

公司研究

深耕“矿”野无人境，智启商用车新征程

——希迪智驾（3881.HK）投资价值分析报告

要点

商用车自动驾驶标杆，规模化扩张期开启：希迪智驾成立于2017年，定位为商用车自动驾驶技术及解决方案提供商，聚焦矿卡、物流车等场景的智能化落地，是国内最早实现矿卡、物流车等商用车自动驾驶“无安全员常态化运营”的企业之一。我们判断，1) 随自动驾驶矿卡商业化规模逐步扩大，公司自动驾驶业务收入规模及利润有望进一步提升；2) V2X、智能感知业务作为技术延伸方向，随着相关场景需求释放，后续收入规模有望同步提升。

商用车智能驾驶落地核心场景，无人矿卡步入规模放量：根据希迪智驾招股说明书的假设及测算，2024年中国自动驾驶矿卡解决方案行业市场规模已达19亿元、行业总潜在市场规模达5,500亿元，预计2030年行业市场规模将增长至396亿元（2024-2030年cagr达65.3%）。我们判断，1) 随着矿山智能化需求释放与技术落地成熟，未来自动驾驶矿卡在矿山运输场景的渗透率将持续提升，行业市场规模与商业化程度将进一步升级；2) 无人矿卡系统需适配复杂作业场景，在车队混编、感知精度等方面具备较高技术壁垒，预计以希迪智驾为代表的掌握核心技术的企业，有望凭借技术能力在产业链中占据优势地位。

定位创新产品驱动型供应商，三重优势巩固行业领先地位：我们认为，希迪智驾在技术、场景、商业化方面具备核心优势：**1) 技术差异化：**希迪智驾支持大规模车队混编作业，障碍感知、定位精度等指标均更优于同行其他企业；**2) 场景一体化适配能力强：**希迪智驾具备覆盖全流程的六大核心功能、更具备一体化适配能力；**3) 商业化快速落地：**希迪智驾以纯产品销售模式切入市场，可实现快速将技术转化为商业成果，预计商业化快速落地可进一步巩固公司竞争优势、并迅速扩大商业版图。

盈利预测与评级：我们预测2025E公司Non-IFRS归母净亏损分别为0.76亿元（同比减亏39.8%），2026E-2027E公司Non-IFRS归母净利润分别为0.75亿元/3.57亿元，我们看好公司无人矿卡主业加速放量、以及凭借技术/场景/商业化优势保持行业领先地位，首次覆盖希迪智驾（3881.HK），给予“买入”评级。

风险提示：无人矿卡业务进展不及预期、技术迭代及行业竞争加剧风险、政策与监管适配风险、技术安全与场景适配风险、次新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133	410	978	1,981	3,462
营业收入增长率	327.0%	209.2%	138.6%	102.4%	74.8%
Non-IFRS 归母净利润（百万元）	-138	-127	-76	75	357
Non-IFRS EPS（元）（摊薄）	-8.45	-7.79	-1.74	1.72	8.15
P/S	72	23	10	5	3
P/B	NA	NA	NA	5.4	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026/2/11；注：2023-2024为1,627.8/1,628.0万股，预计2025E-2027E约4,378.9万股；1HKD=0.89884CNY

买入（首次）

当前价：242.00 港元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebsecn.com

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：沈昱恒

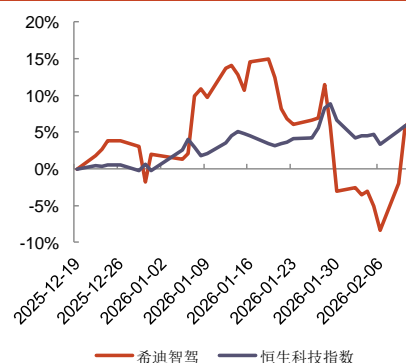
021-52523686

shenyuheng@ebsecn.com

市场数据

总股本(万股)	4,379
总市值(亿港元)	105.97
一年最低/最高(港元)	208.00/261.00
上市至今换手率	4.91%

股价相对走势



收益表现

%	上市至今	3M	1Y
相对	0.47	NA	NA
绝对	6.61	NA	NA

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 自动驾驶业务:截至 2025/6/30, 希迪智驾已累计交付 304 辆自动驾驶矿卡、以及 110 套独立自动驾驶卡车系统, 并收到 357 辆自动驾驶矿卡、以及 290 套独立自动驾驶卡车系统的指示性订单。我们看好矿山智能化需求释放前景, 预计 2025E/2026E/2027E 自动驾驶业务收入分别同比+237%/+119%/+79%至 8.59 亿元/18.78 亿元/33.67 亿元, 自动驾驶业务毛利率分别约 24%/24%/25%。

2) V2X 产品及解决方案:V2X 产品及解决方案收入与在手项目交付节奏有关、存在不确定性, 假设 2025-2027E 该业务同比下降幅度有望逐步收窄、分别为 30%/20%/10%至 0.71 亿元/0.57 亿元/0.51 亿元, 预计毛利率维持在 20%水平。

3) 智能感知业务:智能感知业务收入与在手项目交付节奏有关、存在不确定性, 假设 2025-2027E 该业务同比下降幅度有望逐步收窄、分别为 10%/5%/5%至 0.48 亿元/0.46 亿元/0.44 亿元, 预计毛利率维持在 45%水平。

我们区别于市场的观点

1) L4 无人矿卡的产品供应商 vs. 运营商, 孰优孰劣

目前市场参与 L4 无人矿卡的主要以希迪智驾为主的产品供应商、以及同业的供应+运营商为主。我们认为, 产品销售模式规避了运营+管理风险, 有助于进一步聚集产品与提升研发效率。我们认为, 希迪智驾的障碍感知、定位精度等指标均更优, 具备更强的一体化软硬件适配能力, 可实现更高毛利率。

2) L4 Robotaxi 的潜在竞争影响

L4 矿卡与 Robotaxi 技术同源, 但 L4 的落地核心要素之一为场景+数据。我们认为矿卡场景采集的数据与乘用车存在较大差异(矿卡以粉尘等特殊环境为主 vs. 乘用车以人行道、红绿灯、十字路口等场景为主)、叠加矿卡与乘用车载重量的差异, 我们认为 L4 矿卡与 Robotaxi 属于两个不同的赛道。我们看好希迪智驾作为头部供应商在国内 L4 矿卡领域的产品迭代/订单获取能力。

股价上涨的催化因素

短期催化剂:公司纳入港股通; 无人矿卡业务获取新订单; 公司与主机厂合作取得新进展。

长期催化剂:无人矿卡渗透率提升; 无人矿卡海外业务取得进一步突破。

盈利预测、估值与评级

我们预测 2025E 公司 Non-IFRS 归母净亏损分别为 0.76 亿元(同比减亏 39.8%), 2026E-2027E 公司 Non-IFRS 归母净利润分别为 0.75 亿元/3.57 亿元。

我们首次覆盖希迪智驾, 看好公司无人矿卡主业加速放量、以及凭借技术/场景/商业化优势保持行业领先地位, 给予“买入”评级。

目 录

1、 聚焦无人矿卡，商用车自动驾驶标杆	5
1.1 规模化扩张期开启	5
1.2 聚焦商用车自动驾驶，多业务协同拓展	7
2、 商用车智能驾驶落地核心场景，无人矿卡步入规模放量	9
2.1 政策密集出台，矿山智能化转型目标明确	9
2.2 重构矿山安全逻辑，无人矿卡助力降本提效	11
2.3 出货量快速扩容，潜在市场空间可达千亿元	12
3、 定位创新产品驱动型供应商，三重优势巩固行业领先地位	15
4、 财务分析	17
5、 盈利预测	18
6、 估值与投资评级	20
7、 风险分析	23

图目录

图 1: 希迪智驾发展历程.....	5
图 2: 希迪智驾于已发行股本总额中的股权	6
图 3: 希迪智驾公司股权结构	6
图 4: 希迪智驾三大业务收入占比	8
图 5: 希迪智驾三大业务毛利率.....	8
图 6: 商用车智能驾驶应用场景.....	9
图 7: 2010-2023 年国内煤矿死亡人数及百万吨死亡率情况	11
图 8: 典型无人矿卡应用矿山降本情况.....	12
图 9: 无人矿卡 vs. 有人矿卡运营成本测算.....	12
图 10: 2021-2030E 中国自动驾驶矿卡解决方案渗透率	13
图 11: 2021-2030E 中国自动驾驶矿卡解决方案市场规模 (亿元)	13
图 12: 无人矿卡产业链	13
图 13: 2024 年国内自动驾驶矿卡解决方案市场竞争格局 (按收入规模统计)	14
图 14: 希迪智驾六大行业领先核心功能.....	16
图 15: 2022-1H25 公司营收及同比增速.....	17
图 16: 2022-1H25 公司净利润及亏损同比扩大幅度	17
图 17: 2022-1H25 公司毛利率	17
图 18: 2022-1H25 公司 Non-IFRS R&D 和 SG&A 费用率.....	17

表目录

表 1: 希迪智驾管理层背景梳理.....	7
表 2: 希迪智驾主要业务及量产时间线.....	8
表 3: 2024 年至今国内矿山无人化政策梳理	10
表 4: 无人矿卡参与者情况对比.....	15
表 5: 国内无人驾驶矿卡市场部分参与企业及核心特征对比.....	15
表 6: 各业务 2023-2027E 测算表 (单位: 百万元)	18
表 7: 公司 2023-2027E 销管研费用表 (单位: 百万元)	19
表 8: 希迪智驾相对估值.....	20
表 9: FCFE 估值法关键假设表	21
表 10: 希迪智驾现金流折现及估值表.....	21
表 11: 敏感性分析表 (单位: 港元)	21
表 12: 公司盈利预测与估值简表.....	22

1、聚焦无人矿卡，商用车自动驾驶标杆

1.1 规模化扩张期开启

希迪智驾股份有限公司（以下简称“希迪智驾”或“公司”）成立于2017年，定位为商用车自动驾驶技术及解决方案提供商，聚焦矿卡、物流车等场景的智能化落地，是国内最早实现矿卡、物流车等商用车自动驾驶“无安全员常态化运营”的企业之一，拥有全球最大的混编无安全员矿卡车队，且完成了全国首个全矿区覆盖的电动采矿项目。希迪智驾2025年入选《财富》中国科技50强，为商用车智能驾驶领域唯一入选企业。

我们根据业务进展将公司发展历程分为四个阶段：

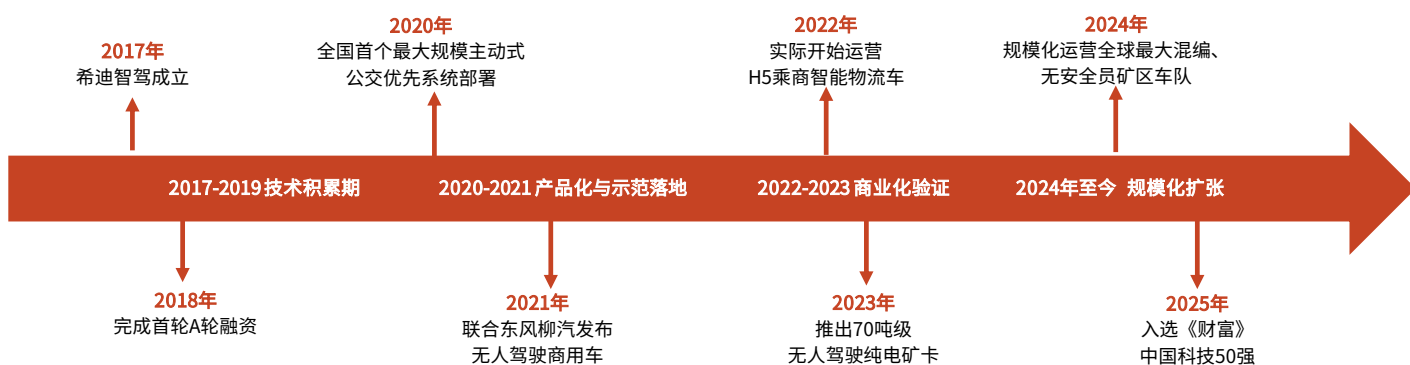
1) 技术积累期（2017-2019年）：2017年公司成立；2018年完成首轮A轮融资、参与制定V2X测试方案，并实现矿卡自动驾驶100公里/小时的高速能力；2019年与东风柳汽达成合作，同时为长沙“双100”项目提供车路协同系统，完成技术与资源储备。

2) 产品化与示范落地期（2020-2021年）：2020年完成全国最大规模主动式公交优先系统部署，发布商用车智能驾驶量产方案；2021年打造车路协同六大应用场景，并推出新一代纯电无人矿卡解决方案，实现产品从技术到落地的突破。

3) 商业化验证期（2022-2023年）：2022年H5乘商智能物流车进入常态化运营，同时交付全国首个全矿区覆盖的电动采矿项目；2023年推出70吨级无人驾驶纯电矿卡，启动园区物流无人驾驶商业化运营，完成场景闭环验证。

4) 规模化扩张期（2024年至今）：2024年组建全球最大混编、无安全员矿卡车队；2025年入选《财富》中国科技50强，成为商用车智能驾驶领域唯一入选企业，业务向规模化、行业标杆级发展。

图 1：希迪智驾发展历程

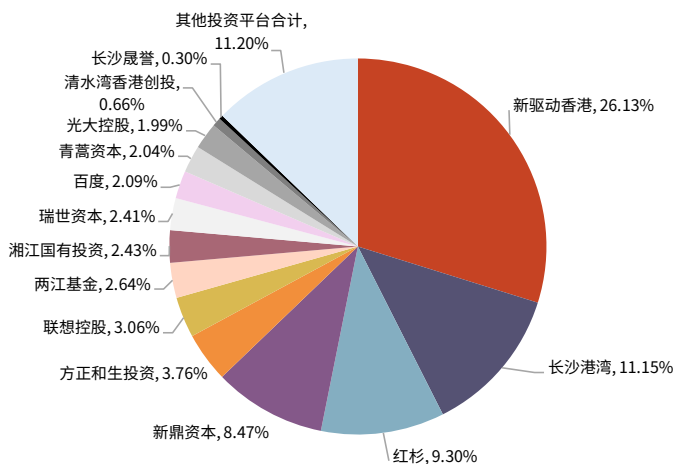


资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所绘制

公司股权结构多元且受头部机构加持。从已发行股本的股权分布来看，新驱动香港占比26.13%、为主要股东，长沙港湾（11.15%）、红杉（9.30%）、新鼎资本（8.47%）等知名投资机构，以及联想控股（3.06%）、百度（2.09%）等产业资本均在股东行列，多方资本的参与也体现出市场对公司发展的认可。

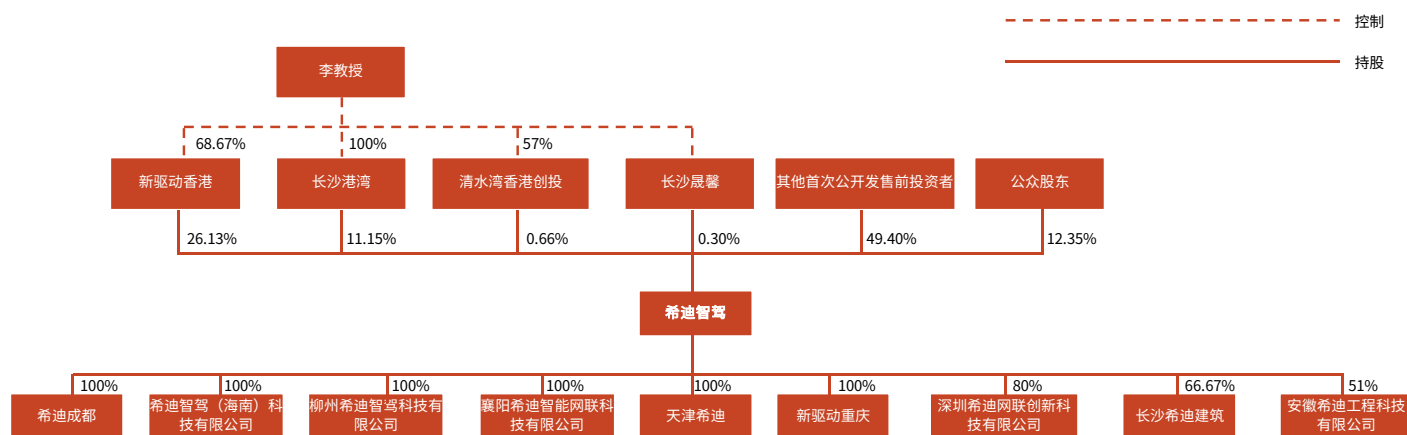
公司股权架构清晰且控制权集中。李泽湘教授通过控制新驱动香港（持股68.67%）、长沙港湾（100%）、清水湾香港创投（57%），实现对希迪智驾的实际掌控；在希迪智驾的直接持股中，新驱动香港（26.13%）、长沙港湾（11.15%）等关联主体合计占据核心份额，其他首次公开发售前投资者（49.40%）与公众股东（12.35%）则共同构成股权结构的补充部分。同时，希迪智驾通过100%控股等方式布局了成都、湖南等地子公司，形成了覆盖全国的业务运营网络，股权与业务架构的协同也为公司发展提供了支撑。

图 2：希迪智驾于已发行股本总额中的股权



资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理

图 3：希迪智驾公司股权结构



资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所绘制

公司管理层兼具深厚专业积淀与多元背景优势，为公司发展提供了核心支撑。核心团队以高学历人才为主体，多位成员拥有博士学位及海外顶尖院校背景（如李泽湘教授、马滩博士等），覆盖电子工程、智能驾驶、计算机等领域，既具备前沿技术研发的专业能力，也拥有产业落地的实践经验；同时，管理层融合了创始团队、产业专家与资本机构背景人才（如红杉资本背景的王昊先生），在技术研发、业务拓展、资本运作等维度形成互补。

表 1: 希迪智驾管理层背景梳理

姓名	年龄	职位	加入公司时间	委任董事时间	个人经历介绍	职责及责任
马淮 博士	69	联合创始人、执行董事兼副主席	2017.1	2017.10.16	电子与技术行业从业逾 20 年。曾任西安电子科技大学讲师，美国国家半导体及德州仪器董事。拥有通信工程学士、硕士及英国萨里大学信号处理博士学位。	负责构建公司的技术框架及业务模式，开展新产品技术的研究与开发，并就相关研发工作作出战略性规划
胡斯博 博士	38	执行董事暨首席执行官	2018.01	2023.10.30	曾于美国从事算法交易与自动化系统研发。加入公司后历任智能驾驶平台部高科、研发总监、CIDI Labs 负责人，获评长沙市产业领军人才。拥有威廉姆斯学院经济学/数学学士、UC Berkeley MBA 及 DBA。	负责系统算法及仿真的研究与开发；负责公司的业务发展、市场营销及生产；监督公司的财务事宜
李泽湘 教授	64	创始人、董事会主席兼非执行董事	2017.1	2017.10.16	香港科技大学电子与计算机工程系教授，长期从事运动控制与制造领域研究。固高科技联合创始人及董事，IEEE 会员，拥有 CMU 及 UC Berkeley 多项工程与数学学位。	负责监督整体业务战略及发展方向，制定管理架构；调整外部资源以提升公司的技术能力
王昊 先生	41	非执行董事（上市后辞任）	2019.12	2019.12.09	红杉资本董事总经理，曾担任多家被投企业董事。上海交通大学通信工程学士及硕士。	负责向董事会提供建议，并调整和整合生态系统资源以支持公司发展
杨溪 女士	37	非执行董事	2017.1	2017.10.16	曾任东莞松山湖国际机器人研究院总经理，具备设计与技术产业经验。毕业于同济大学、香港理工大学及香港科技大学。	负责向董事会提供建议，并调整和整合生态系统资源以支持公司发展
李智勇 博士	54	非执行董事	上市日期	上市日期	人工智能与智能机器人领域从业逾 20 年，湖南大学教授，获国家级及省级科技奖项，现任湖南省政协委员、中国人工智能学会理事。	负责向董事会提供建议，并调整和整合生态系统资源以支持公司发展
李晓原 博士	66	独立非执行董事	上市日期	上市日期	化学领域学者，曾任 UC Berkeley 博士后及加拿大国家研究委员会研究员，长期任教于香港科技大学，获国家自然科学基金优秀青年奖。	负责就公司的运营及管理提供独立建议
谭光荣 教授	62	独立非执行董事	上市日期	上市日期	财务与会计领域教授，湖南大学经济与贸易学院教授，兼任多家上市公司独立董事，具备注册会计师非执业资格。	负责就公司的运营及管理提供独立建议
张健钢 先生	33	独立非执行董事	上市日期	上市日期	技术与创业背景，香港大学研究助理，INCUS Company Ltd. 创始人，曾获多项创新创业竞赛奖项。	负责就公司的运营及管理提供独立建议

资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理

1.2 聚焦商用车自动驾驶，多业务协同拓展

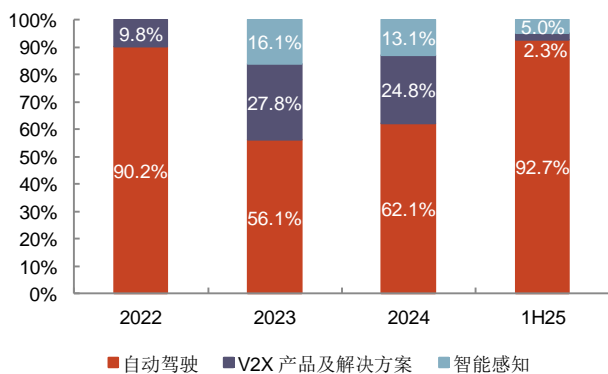
公司核心业务涵盖三大板块：**1) 自动驾驶**：包含元矿山解决方案、封闭环境自动驾驶物流车解决方案，聚焦矿区、封闭物流场景的自主运输与调度；**2) V2X**：包含车载设备、路侧基础设施及云平台，融合先进的感知技术、传感器融合算法、V2X 通信功能及交通优化算法，实现交通参与者与路侧设施的信息交互，赋能智能交通与智慧城市；**3) 智能感知**：涵盖列车自主感知系统、车载智能感知及安全管理方案，提供多场景的主动安全与感知能力。

从业务表现看，1H25 自动驾驶业务收入占比达 92.7%，为公司核心收入来源（2022-2024 年占比也始终超 50%），主要受益于矿卡商业化落地；V2X、智

能感知业务收入占比则分别为 2.3%、5.0%。毛利率方面，智能感知业务毛利率表现领先，自动驾驶与 V2X 业务毛利率则保持相对稳定。

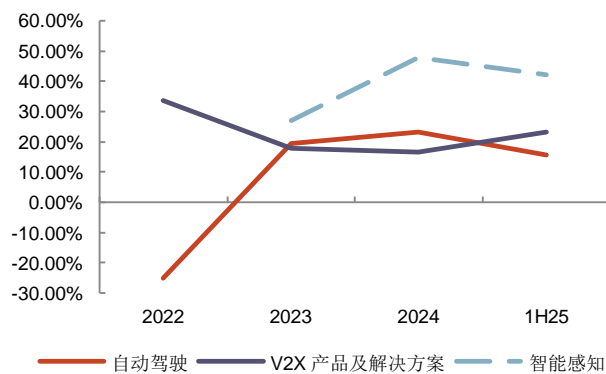
我们判断，1) 随自动驾驶矿卡商业化规模逐步扩大，公司自动驾驶业务收入规模及利润有望进一步提升；2) V2X、智能感知业务作为技术延伸方向，随着相关场景需求释放，后续收入规模有望同步提升。

图 4：希迪智驾三大业务收入占比



资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理

图 5：希迪智驾三大业务毛利率



资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理

表 2：希迪智驾主要业务及量产时间线

产品类别	产品及解决方案	产品上市时间	产品创收起始时间	产品量产时间
自动驾驶	元矿山解决方案	2020 年 6 月	2021 年 9 月	2022 年
	封闭环境自动驾驶物流车解决方案	2021 年 2 月	2021 年 9 月	2022 年
V2X	V2X 产品及解决方案	2018 年 3 月	2018 年 12 月	2019 年
智能感知	列车自主感知系统 (TAPS)	2022 年 3 月	2023 年 2 月	2023 年
	车载智能感知及安全管理解决方案	2022 年 10 月	2023 年 6 月	2023 年

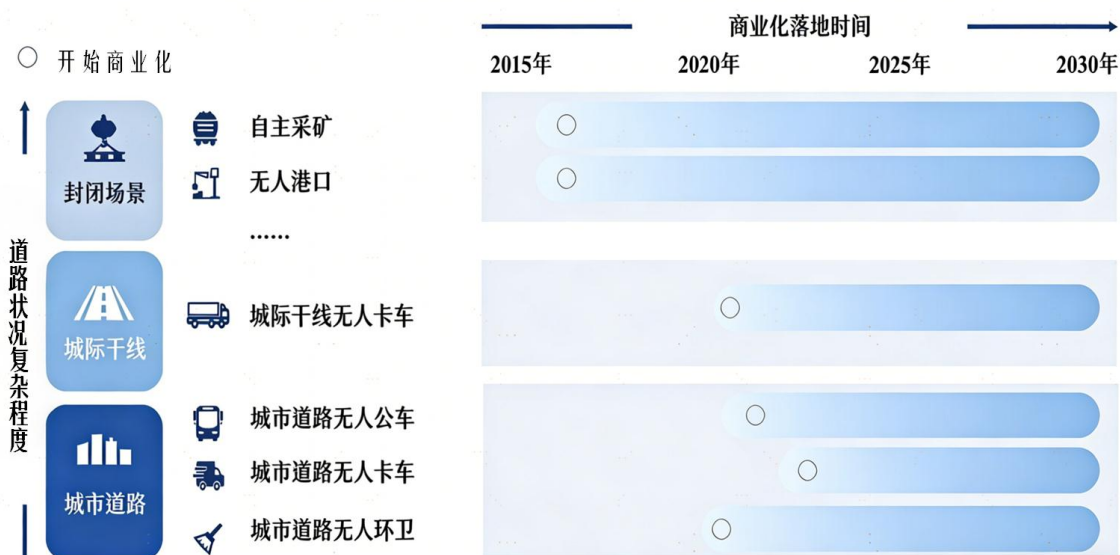
资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理

2、商用车智能驾驶落地核心场景，无人矿卡步入规模放量

智能驾驶商用车的落地场景可分为城市道路、城际干线、封闭场景三类，不同场景下智能驾驶的发展成熟度差异显著：**1) 城市道路**：因交通密度高、路况复杂且监管分散，目前仅开放 L2+及以下功能，商业化仍处探索阶段；**2) 城际干线**：虽场景更标准化，但自动化水平受监管限制，商业化尚处起步期；**3) 封闭场景**：因边界清晰、环境可控，且政策明确推动矿区“无人化、少人化”作业，其智能驾驶解决方案的商业化程度明显更高，已实现与现有流程、基础设施的有效整合。

我们判断，1) 矿场作为封闭场景的典型代表，其作业环境具备高风险、高污染、偏远且规模庞大的特点，对无人化的需求最为迫切，是智能驾驶商用车的刚性需求市场。2) 商用车智能驾驶应用场景中，矿场在技术适配性与政策支持度均处于领先地位，因此将成为 L4 及以上高阶自动驾驶在商用车领域最先实现规模放量的核心场景。

图 6：商用车智能驾驶应用场景



资料来源：希迪智驾招股说明书、光大证券研究所

2.1 政策密集出台，矿山智能化转型目标明确

国内矿山智能化政策已形成国家与地方协同推进的格局：**1) 国家**：政策明确了量化目标，如 2026 年全国煤矿智能化产能占比不低于 60%、露天矿 2025 年底实现 40% 无人运输设备覆盖率等；**2) 地方**：内蒙古、山西、新疆等地通过细化任务节点、建立验收标准等方式，推动政策从框架走向落地。

我们判断，2024 年以来矿山智能化政策加速释放，正与产业形成共振：**1) 国家政策**从“方向指引”转向“量化约束+标准规范”，将智能化水平纳入绿色矿山评价、明确高危岗位智能化替代率，为无人矿卡等装备打开市场空间；**2) 地方**各省已进入“试点验收+规模化推广”阶段，多地明确智能化煤矿数量、无人装备覆盖率等具体目标，有望带动区域内矿山智能化需求集中释放。

表 3：2024 年至今国内矿山无人化政策梳理

时间	相关单位	政策名称	目标矿山类型	政策核心内容
2024 年 1 月	工业和信息化部、公安部、自然资源部、住房和城乡建设部、交通运输部	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	煤矿、非煤矿山	文件虽未直接提及矿卡/矿山，但对矿区自动驾驶运输具有明确参考价值：要求试点区域 5G 全覆盖，部署 C-V2X 路侧单元 (RSU) + 路侧感知 + 边缘计算 (MEC) 并与平台互联；试点车辆 100% 安装 C-V2X 车载终端 并配套 车辆数字身份；建设“边缘云 + 区域云” 两级云控平台，支持事故调查与安全监管
2024 年 1 月	应急管理部、工业和信息化部	《关于加快应急机器人发展的指导意见》	煤矿、非煤矿山	将煤矿、非煤矿山等高危行业列为应急机器人重点应用场景，鼓励以机器人和无人系统替代高风险人工操作，提升本质安全水平，为无人矿卡等无人装备在危险工况下应用提供政策支持。
2024 年 1 月	工信部等 10 部门	《原材料工业数字化转型工作方案 (2024—2026 年)》	煤矿、非煤矿山	强化数字化基础能力与网络化底座，加快 5G 等网络通信技术在矿山的规模覆盖；推进资源管理数字化、生产管控智能化、生产流程少人/无人化、安全管理集成化，建设一批智能矿山应用场景与示范项目。
2024 年 1 月	国务院	《煤矿安全生产条例》	煤矿	鼓励煤矿企业推广应用先进技术与工艺，提升智能化开采水平；加强安全生产标准化与信息化建设，健全安全风险分级管控和隐患排查治理“双重预防机制”。
2024 年 2 月	国务院安委会办公室	《矿山安全生产治本攻坚三年行动方案 (2024—2026 年)》	煤矿、非煤矿山	提升矿山自动化、智能化水平，加快灾害严重、高海拔等矿山智能化建设，打造自动化、智能化标杆矿山；推动矿山安全生产监管模式向事前预防的数字化转型，强化矿山安全科技支撑体系建设。
2024 年 4 月	国家矿山安全监察局、各省级矿山安监部门	《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	煤矿、非煤矿山	提出到 2026 年，建立完整的矿山智能化标准体系，推进矿山数据融合互通，实现环境智能感知、系统智能联动、重大灾害风险智能预警，全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，煤矿、非煤矿山危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于 30%、20%，智能化工作面常态化运行率不低于 80%；全国矿山井下人员减少 10% 以上，打造一批单班作业人员不超 50 人的智能化矿山
2024 年 4 月	自然资源部、生态环境部等七部门	《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》	煤矿、非煤矿山	将“智能化水平”纳入绿色矿山评价的重要指标，对未达标矿山实施整改或处罚，强化矿山在环保、安全、智能化方面的刚性约束，间接推动无人矿卡在环保与安全双重目标下加速渗透。
2024 年 5 月	国家能源局	《关于进一步加快煤矿智能化建设推进煤炭高质量发展的通知》	煤矿	明确到 2025 年底前建成单个或多个系统智能化，鼓励 300 万吨/年以上的生产煤矿全面推进主要生产环节智能化改造。指导有关方面加快制订智能化设计与建设规范，加强新一代通信技术、人工智能 (AI)、数据中心等信息基础设施建设。
2025 年 1 月	国家矿山安全监察局	《2025 年矿山安全生产工作要点》	煤矿、非煤矿山、金属非金属矿山	新建煤与瓦斯突出矿井必须按智能化标准设计；露天矿到 2025 年底实现 40% 无人运输设备覆盖率；构建全国矿山风险监测预警“一张网”。
2025 年 2 月	工业和信息化部、国家发展改革委等十部门	《铜产业高质量发展实施方案 (2025—2027 年)》	有色金属矿	明确推动铜产业绿色化、智能化发展，推进 AI 技术与铜产业融合应用，提升产业链供应链韧性和安全水平。
2025 年 12 月	国家矿山安全监察局综合司	《金属非金属矿山智能化建设指南 (2025 年版)》	金属非金属矿	明确以事故多发、高灾害、高风险矿山为重点推进智能化建设，提出“分类分级、一矿一策、分步实施”，建立智能化等级评价体系，并在资金、技术、税收、人才等方面提供政策支持，推动智能系统与装备常态化运行。
2020 年 6 月	内蒙古自治区能源局等九部门	《关于加快全区煤矿智能化建设的实施意见》	煤矿	提出到 2021 年建成 50 个智能工作面；到 2025 年推进井工矿固定岗位机器人作业、露天矿智能连续运输等目标；到 2035 年全面实现各类煤矿智能化。
2024 年 7 月	内蒙古自治区能源局 & 内蒙古自治区矿山安全监察局 & 国家矿山安全监察局内蒙古局	《关于进一步做好煤矿智能化建设工作有关事宜的通知》	煤矿	明确推进煤矿智能化建设任务节点要求：对 2024 年、2025 年煤矿智能化全流程推进做出安排，要加快智能化建设验收和部署，推进多矿联动与标准化建设进程。
2024 年 11 月	内蒙古自治区能源局	《内蒙古自治区能源局煤矿智能化验收情况公示》	煤矿	公布自治区通过智能化验收的煤矿名单，标志着地方推动智能矿山标准化与评价体系建设进入常态。

新疆	2025年5月	内蒙古自治区能源局 / 国家矿山安全监察局地方信息发布	《内蒙古:70%的在产煤矿完成智能化建设》	煤矿	截至目前内蒙古已实现 70% 在产煤矿智能化建设,智能化煤矿数量达 209 处、产能 10.87 亿吨/年, 281 个智能化采掘工作面运行;多种智能化技术已应用(无人驾驶宽体矿卡、无人值守变电站、智能综放/掘进等);部署下一步建设目标至 2025 年底完成提档升级、大型露天矿智能化升级等任务。
	2021年3月	新疆维吾尔自治区(方案发布口径见文)	《新疆维吾尔自治区煤矿智能化建设实施方案》	煤矿	明确分阶段推进目标:到 2022 年底建成一定数量示范煤矿,到 2025 年底进一步扩大智能化覆盖(用于地方中长期推进)。
	2023年8月	新疆维吾尔自治区应急管理厅等	《新疆维吾尔自治区煤矿智能化建设三年行动计划(2023—2025年)》	煤矿	以“三年行动计划”形式推进煤矿智能化建设,明确阶段性任务与推进安排。
	2024年2月	新疆维吾尔自治区应急管理厅、自治区发展改革委、国家矿山安全监察局新疆局	《新疆维吾尔自治区煤矿智能化建设验收管理办法(暂行)》	煤矿	规范自治区煤矿智能化建设验收管理,明确验收条件、评分方法、监督与验收程序,为 2023-2025 三年推进计划提供制度支撑。
山西	2024年3月	山西省能源局、省应急管理厅、国家矿山安全监察局山西局等(联合发文口径见文件)	《2024年度全省加快推进煤矿智能化建设工作方案》	煤矿	年度推进方案:对当年智能化建设任务、推进路径、督导机制等做细化部署(适合作为“年度行动计划”条目)。
	2025年8月	山西省能源局	山西省煤矿智能化建设工作推进会召开	煤矿	山西全省已建成 10 座国家级智能化示范煤矿,累计建成 289 座智能化煤矿,煤矿智能化覆盖水平持续提升。会议围绕煤矿智能化常态化运行,明确下一阶段工作重点,强调以工业互联网和网络安全体系为支撑,推进智能化系统稳定运行和深度应用,不断提升煤矿安全生产能力和安全科技支撑水平。
	2025年12月	山西省政府 / 山西省能源局	山西省委、省政府关于煤矿智能化建设推进讲话与部署	煤矿	强化煤矿智能化顶层设计、标准制定、工业互联网平台建设与示范推广;继续统筹推进智能化与绿色化,提出智能化煤矿数量与标准化建设目标。

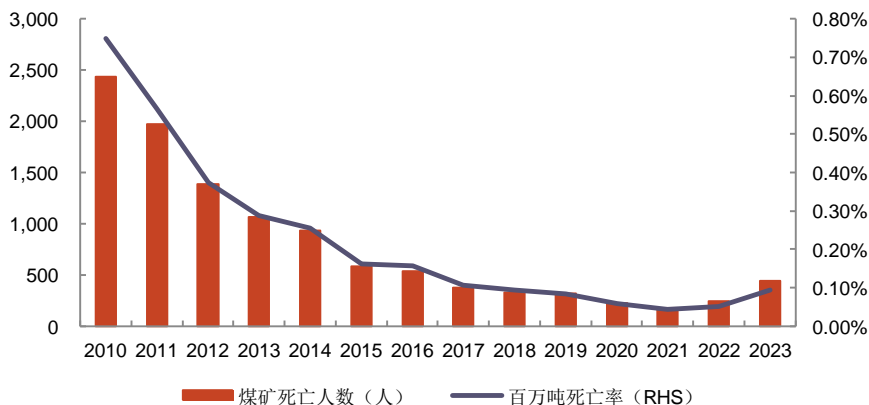
资料来源:各政府官网,光大证券研究所整理

2.2 重构矿山安全逻辑,无人矿卡助力降本提效

与传统有人矿卡相比,无人矿卡在安全、成本、效率维度均构建起核心优势:

1) 安全:传统采矿事故频发(年直接经济损失近百亿)、作业环境恶劣且偏远,而无人矿卡通过传感器监测、故障预警等技术,可替代人工进入坍塌、高污染等高风险场景,消除人为操作及环境风险,同时配合远程遥控技术及时处置故障,与全国煤矿百万吨死亡率持续下降的趋势形成正向支撑,进一步筑牢矿山生产的安全防线。

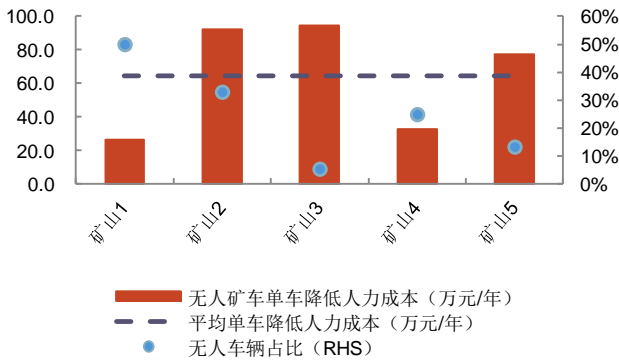
图 7: 2010-2023 年国内煤矿死亡人数及百万吨死亡率情况



资料来源:煤文化公众号,光大证券研究所整理(注:百万吨死亡率=死亡人数/实际产量(吨)×1,000,000)

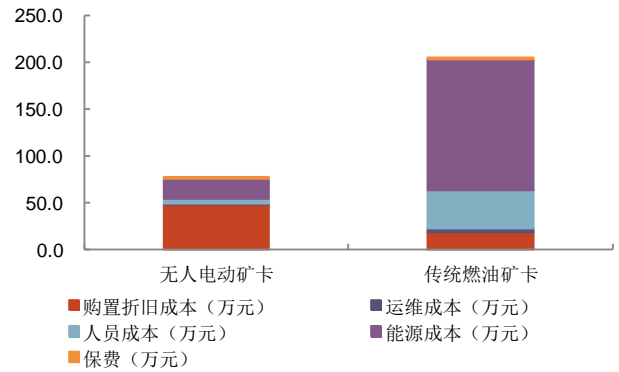
2) 成本: 传统采矿面临劳动力老化 (60%以上工人超 40 岁)、用工成本高 (每辆矿卡通常需要 2-3 名驾驶员确保正常运行) 的痛点, 无人矿卡可实现“无人化”操作、从而大幅降低人力成本 (已应用无人矿卡的五座矿山平均单车降低人力成本约 65 万元/年)。此外, 无人矿卡以增程/纯电动形式为主, 与传统燃油有人矿卡相比, 运维和能源成本也大幅减少, 我们测算, 纯电无人矿卡每年单车运营成本相比燃油有人矿卡可节省 62%。

图 8: 典型无人矿卡应用矿山降本情况



资料来源: 中国煤炭工业协会, 光大证券研究所整理 (注: 矿山 1-5 分别为新疆天池能源南露天矿、国能准能黑岱沟露天煤矿、国能北电胜利能源一号露天煤矿、国家电投内蒙古公司霍林河南露天煤矿、国能神延煤炭西湾露天煤矿)

图 9: 无人矿卡 vs. 有人矿卡运营成本测算



资料来源: 灼识咨询、甲子光年等, 光大证券研究所测算

3) 运营效率: 传统矿卡依赖“三班倒”仍难覆盖 24 小时作业, 而无人矿卡可实现全天候运行。据澳大利亚矿业技术集团测算, 无人矿卡年工作时长最大可达 7,000 小时 (vs. 人工驾驶矿卡年工作时长 5,500-6,000 小时); 以国内新疆天池能源项目为例, 无人矿卡单日运行时长较有人驾驶多 1 小时、运输方量为有人驾驶矿卡的 1.17 倍。

我们判断, 伴随政策端对矿山智能化的持续推进, 叠加无人矿卡在破解传统采矿痛点上的实际效益验证, 后续无人矿卡在矿山场景的渗透率有望加速提升, 成为驱动矿业安全、降本、提效升级的关键装备。

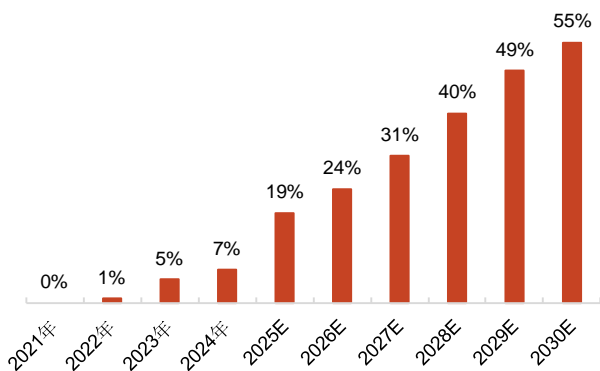
2.3 出货量快速扩容, 潜在市场空间可达千亿元

无人矿卡通过集成先进的传感器、高精度定位系统、智能决策算法以及强大的通信技术, 可实现在矿山复杂环境下自主行驶、自动装载、自动卸载等功能。无人矿卡主要有两类商业模式: 产品销售与车队运营。其中, 产品销售模式主要产生一次性收入, 车队运营模式主要为客户提供全面的运营服务 (涵盖端到端的支持及维护)。

根据希迪智驾招股说明书中灼识咨询的假设及测算, **1) 出货量方面:** 2024 年中国自动驾驶矿卡出货量约 1,400 辆, 预计 2026 年增至 5,500 辆、2030 年突破 1.6 万辆; 全球层面 2024 年出货量约 2,100 辆, 2026 年将达 8,700 辆、2030 年超 2.6 万辆。**2) 市场规模:** 2024 年中国自动驾驶矿卡解决方案行业市场规模已达 19 亿元、行业总潜在市场规模达 5,500 亿元, 预计 2030 年行业市场规模将增长至 396 亿元, 2024-2030 年 cagr 达 65.3%。

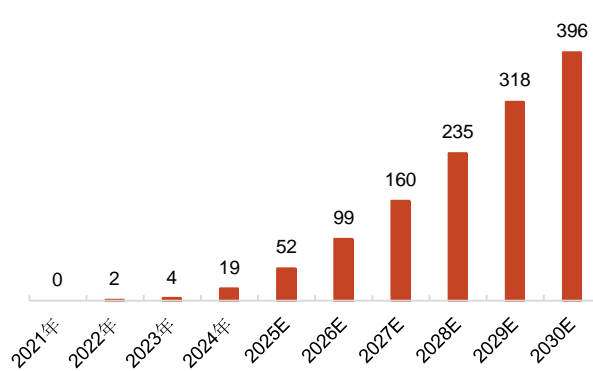
我们判断, 随着矿山智能化需求释放与技术落地成熟, 未来自动驾驶矿卡在矿山运输场景的渗透率将持续提升, 行业市场规模与商业化程度将进一步升级。

图 10: 2021-2030E 中国自动驾驶矿卡解决方案渗透率



资料来源: 灼识咨询预测、希迪智驾招股说明书, 光大证券研究所整理

图 11: 2021-2030E 中国自动驾驶矿卡解决方案市场规模 (亿元)



资料来源: 灼识咨询预测、希迪智驾招股说明书, 光大证券研究所整理

● 产业链竞争格局

无人矿卡产业链主要涵盖专业技术解决方案商、传统主机厂与跨界科技企业三大阵营, 以希迪智驾、易控智驾为代表的专业技术解决方案商, 通过输出无人矿卡系统方案, 与传统主机厂、采矿企业协同, 助力下游矿山实现安全提效与降本。2024 年国内自动驾驶矿卡解决方案市场呈现头部集中特征, 按收入计, 公司 A 以 51.6% 的份额占据主导地位, 希迪智驾以 12.9% 的份额跻身第三, 行业当前处于头部企业快速拓展的阶段。

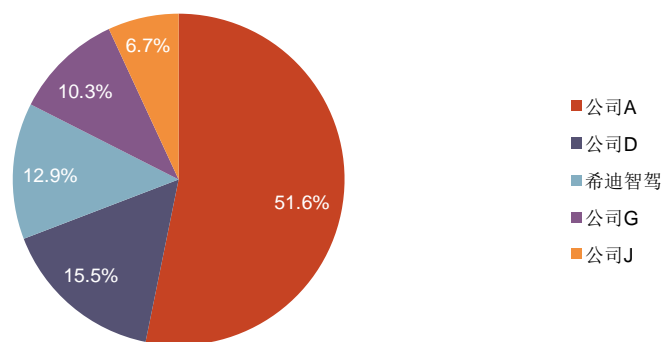
我们认为, 1) 矿山企业与解决方案商、设备厂商的合作为无人矿卡落地的核心模式; 2) 无人矿卡系统需适配复杂作业场景, 在车队混编、感知精度等方面具备较高技术壁垒, 预计以希迪智驾为代表的掌握核心技术的企业, 有望凭借技术能力在产业链中占据优势地位。

图 12: 无人矿卡产业链



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

图 13: 2024 年国内自动驾驶矿卡解决方案市场竞争格局 (按收入规模统计)



资料来源: 希迪智驾招股说明书, 光大证券研究所整理 (注: 公司 A、D、G、J 分别为成立于 2018 年、2015 年、2014 年、2016 年的总部位于中国的智能驾驶公司)

3、定位创新产品驱动型供应商，三重优势巩固行业领先地位

希迪智驾定位国内商用车智能驾驶产品及解决方案领域以产品驱动的创新型供应商，主要专注于封闭环境中的智能驾驶产品研发（尤其采矿用封闭环境自动驾驶卡车）。我们认为，与易控智驾、踏歌智行等同赛道企业相比，希迪智驾在技术、场景、商业化方面具备核心优势，行业领先地位有望得到巩固，希迪智驾或有望在无人矿卡领域率先实现盈利。

1) 技术差异化：希迪智驾支持大规模车队混编作业（已交付全球最大的 56 辆无人矿卡与 500 辆有人矿卡混编车队），障碍感知、定位精度等指标均更优于同行其他企业，希迪智驾已于 2022 年获得中国计量科学研究院认证，自动驾驶矿卡已将采矿效率大幅提升至人工驾驶矿卡采矿效率的 104%。此外，希迪是首批推出商业化 V2X 产品的企业、列车自主感知系统（TAPS）更是国内唯一实现列车独立安全感知产品。

2) 场景一体化适配能力强：希迪智驾具备覆盖全流程的六大核心功能（可实现挖机装载的多机位精准停靠、主路行驶的高效安全控制、破碎站卸载的自动制动、排土场的智能车位规划，同时配套充电/加油的自动调度）、更具备一体化适配能力。叠加其聚焦中小型矿山的纯电卡车+车路协同方案、电动化与 C-V2X 场景的适配性，技术与场景的双重壁垒或持续强化。

3) 商业化快速落地：希迪智驾以纯产品销售模式切入市场、无需持续运营服务（vs. 其他竞争对手仍需保障运营服务），可实现快速将技术转化为商业成果（截至 2025 年 6 月 30 日，希迪智驾已向客户交付 304 辆自动驾驶矿卡及 110 套独立自动驾驶卡车系统），预计商业化快速落地可进一步巩固公司竞争优势、并迅速扩大商业版图。

表 4：无人矿卡参与者情况对比

公司	大规模车队混编作业	障碍感知精度	视频传输延迟（毫秒）	定位误差（米）
希迪智驾	✓	40 米；10×10 厘米	<100	<0.1
公司 D	✗	30 米；30×30 厘米	<150	<0.2
公司 G	✓	30 米；30×30 厘米	<150	<0.2
公司 A	✗	80 米；30×30 厘米	<150	<0.2

资料来源：希迪智驾招股说明书，光大证券研究所整理（注：1、大规模车队混编作业指在由上百辆车辆组成的车队中有人驾驶与自动驾驶车辆同时作业；2、障碍感知精度衡量系统在各种环境下辨识障碍物位置、大小、形状及其他特性的能力；3、视频传输延迟指透过无线网络将信号从视频源传输到接收端所产生的时间滞后；4、定位误差指确定某一点相对于参考水平的垂直位置的偏差）

表 5：国内无人驾驶矿卡市场部分参与企业及核心特征对比

企业类型	代表性企业	核心解决方案	核心应用场景	竞争优势
专业技术方案商	希迪智驾	纯电无人矿卡+车路协同系统	中小型矿山，区域化矿区	电动化技术成熟，适配 C-V2X 场景
	易控智驾	全流程无人化运输系统，融合电动化、大型化技术	大型露天煤矿、铁矿，规模化矿区	场景覆盖广，运营规模大，客户资源丰富
	中科慧拓	重载无人运输系统，适配超大型矿卡	超大型露天矿、金属矿，国际化项目	技术实力强，国际化布局早，标准制定参与度高
	踏歌智行	L4 级无人运输解决方案，适配多环境场景	各类露天矿，高海拔、复杂地形矿区	适配性强，运营效率高，常态化运行案例丰富

	伯镭科技	快速线控控制+5G+AI 协同方案	各类露天矿，快速落地项目	改制周期短，部署效率高，成本控制能力强
传统主机厂	徐工集团	线控底盘+无人控制系统一体化方案	煤矿、铁矿、基建骨科矿	制造能力强，硬件可靠性高，渠道网络成熟
	临工重机	联合华为开发的智能无人矿卡系统	露天煤矿、砂石料矿	硬件与软件协同性好，本地化服务能力强
跨界科技企业/国企背景	华能睿驰	无座舱换电式无人矿卡解决方案	集团内部矿山及合作矿区	资金实力雄厚，场景资源稳定，政策支持力度大
	华为	5G、AI、云计算核心技术储备雄厚	车路协同技术支持，云端调度系统搭建，生态资源整合	技术输出合作（与主机厂/矿山企业），构建车路协同生态

资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理

图 14：希迪智驾六大行业领先核心功能



资料来源：希迪智驾官网，光大证券研究所整理

4、财务分析

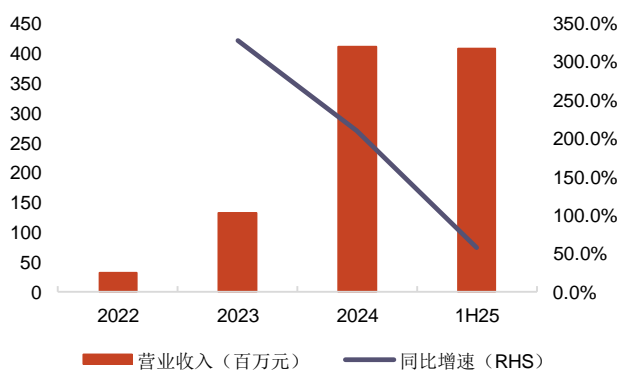
收入端: 希迪智驾 2024 年营收同比+209.2%至 4.10 亿元, 毛利率同比+4.5pcts 至 24.7%; 1H25 营收同比+57.9%至 4.08 亿元, 1H25 毛利率同比-0.1pcts 至 17.1%。2024 年净亏损同比扩大 127.7%至 5.81 亿元, 1H25 净亏损同比扩大 271.3%至 4.55 亿元。

我们认为, 随矿山自动驾驶业务规模持续扩张, 后续收入有望保持高增, 随业务结构持续优化、规模效应显现, 公司有望逐步实现盈利。

费用端: 2024 年希迪智驾 Non-IFRS R&D 费用同比-7.5%至 0.84 亿元, Non-IFRS R&D 费用率同比-47.8pcts 至 20.4%; Non-IFRS SG&A 费用同比+29.5%至 1.67 亿元, Non-IFRS SG&A 费用率同比-56.6pcts 至 40.8%。1H25 公司 Non-IFRS R&D 费用同比+23.4%至 0.44 亿元, Non-IFRS R&D 费用率同比-3.0pcts 至 10.7%; Non-IFRS SG&A 费用同比+6.9%至 0.85 亿元, Non-IFRS SG&A 费用率同比-9.9pcts 至 20.9%。

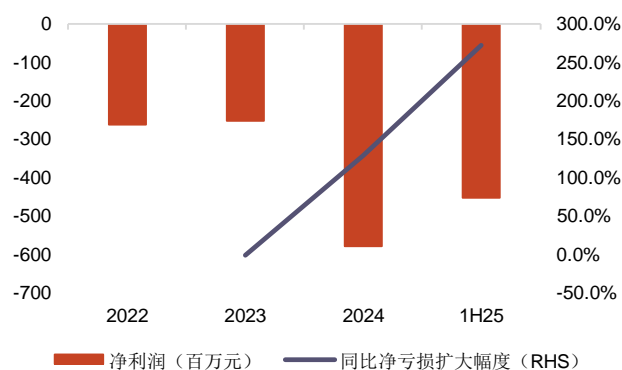
我们认为, 2024 年起公司费用率快速下降主要受益于收入规模快速增长, 公司当前处于业务拓展期, 研发与运营投入仍将增加, 但随营收规模快速扩大, 费用率有望持续下行。

图 15: 2022-1H25 公司营收及同比增速



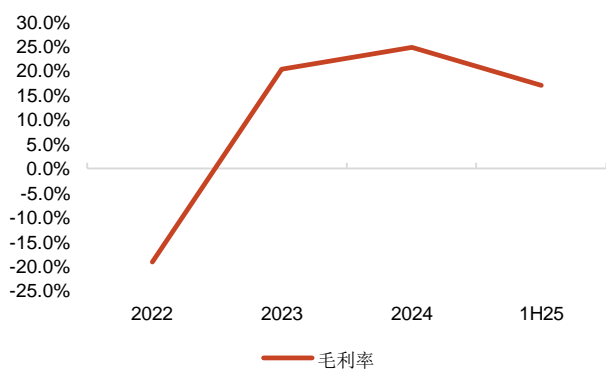
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所绘制

图 16: 2022-1H25 公司净利润及亏损同比扩大幅度



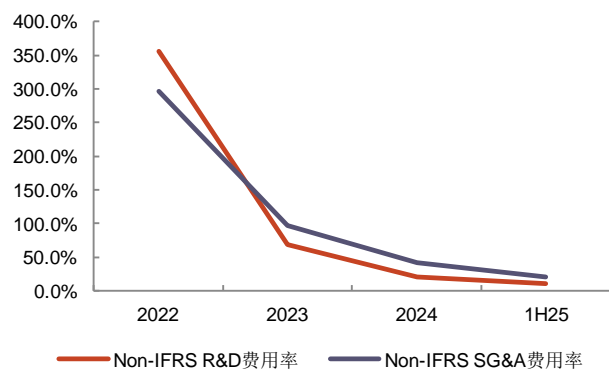
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所绘制

图 17: 2022-1H25 公司毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所绘制

图 18: 2022-1H25 公司 Non-IFRS R&D 和 SG&A 费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所绘制

5、盈利预测

综合来看，我们预计公司 2025E/2026E/2027E 总营收分别为 9.78 亿元/19.81 亿元/34.62 亿元，同比增速分别为 138.6%/102.4%/74.8%。

预计公司 2025E/2026E/2027E 毛利率分别为 24.6%/24.8%/25.1%。

(1) 自动驾驶业务

2024 年公司自动驾驶业务收入同比+243%至 2.55 亿元，1H25 自动驾驶业务收入同比+142%至 3.78 亿元。截至 2025 年 6 月 30 日，希迪智驾已累计向客户交付 304 辆自动驾驶矿卡及 110 套独立自动驾驶卡车系统，并收到了 357 辆自动驾驶矿卡及 290 套独立自动驾驶卡车系统的指示性订单。我们认为，政策利好将驱动矿山智能化需求逐步增加，随公司订单逐步释放，自动驾驶矿卡业务收入将逐步释放，我们预计 2025E/2026E/2027E 自动驾驶业务收入分别同比+237%/+119%/+79%至 8.59 亿元/18.78 亿元/33.67 亿元。

2024 年公司自动驾驶业务毛利率同比+3.6pcts 至 23.1%，1H25 自动驾驶业务毛利率同比-0.5pcts 至 15.6%。考虑希迪智驾自动驾驶矿卡业务收入随项目确认节奏、以及收入规模逐步扩大利于分摊公司前期投入的运营及设备固定成本，预计公司自动驾驶业务毛利率 2025E/2026E/2027E 分别约 24%/24%/25%。

(2) V2X 产品及解决方案

2024 年公司 V2X 产品及解决方案收入同比+176%至 1.02 亿元，1H25 V2X 产品及解决方案收入同比-88%至 0.09 亿元。2024 年公司 V2X 产品及解决方案毛利率同比-1.1pcts 至 16.6%，1H25 V2X 产品及解决方案毛利率同比+15.4pcts 至 23.1%。V2X 产品及解决方案收入与在手项目交付节奏有关、存在不确定性，假设 2025-2027E 该业务收入同比下降幅度有望逐步收窄、分别为 30%/20%/10%至 0.71 亿元/0.57 亿元/0.51 亿元，预计毛利率维持在 20%水平。

(3) 智能感知业务

2024 年公司智能感知业务收入同比+151%至 0.54 亿元，1H25 智能感知业务收入同比-27%至 0.20 亿元。2024 年公司智能感知业务毛利率同比+20.9pcts 至 47.9%，1H25 智能感知业务毛利率同比-6.0pcts 至 42.0%。智能感知业务收入与在手项目交付节奏有关、存在不确定性，假设 2025-2027E 该业务收入同比下降幅度有望逐步收窄、分别为 10%/5%/5%至 0.48 亿元/0.46 亿元/0.44 亿元，预计毛利率维持在 45%水平。

表 6：各业务 2023-2027E 测算表 (单位：百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	133	410	978	1,981	3,462
Yoy	327%	209%	139%	102%	75%
毛利率	20.2%	24.7%	24.6%	24.8%	25.1%
自动驾驶业务	74	255	859	1,878	3,367
Yoy	166%	243%	237%	119%	79%
毛利率	20%	23%	24%	24%	25%
V2X 产品及解决方案	37	102	71	57	51
Yoy	1104%	176%	-30%	-20%	-10%
毛利率	18%	17%	20%	20%	20%
智能感知业务	21	54	48	46	44
Yoy	NA	151%	-10%	-5%	-5%
毛利率	27%	48%	45%	45%	45%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

2024 年公司 Non-IFRS R&D 费用率同比-47.8pcts 至 20.4%；1H25 公司 Non-IFRS R&D 费用率同比-3.0pcts 至 10.7%。考虑到公司将持续投入技术研发，但随业务规模扩大、收入快速增长，未来研发费用率有望进一步下行，我们预计 2025E/2026E/2027E 公司 Non-IFRS R&D 费用率分别为 11.4%/7.2%/5.2%。

2024 年公司 Non-IFRS SG&A 费用率同比-56.6pcts 至 40.8%；1H25 公司 Non-IFRS SG&A 费用率同比-9.9pcts 至 20.9%。考虑到公司后续业务拓展或带来 SG&A 费用增加，但收入规模的扩张将摊薄费用率，我们预计 2025E/2026E/2027E 公司 Non-IFRS SG&A 费用率分别为 21.1%/12.7%/8.7%。

随自动矿卡业务规模逐步扩大，我们预计 2025E 公司 Non-IFRS 归母净亏损分别为 0.76 亿元（同比减亏 39.8%），2026E-2027E 公司 Non-IFRS 归母净利润分别为 0.75 /3.57 亿元。

表 7：公司 2023-2027E 销管研费用表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销管研费用 (Non-IFRS)	220	251	318	394	480
研发费用 (Non-IFRS)	90	84	111	143	180
销售、一般和管理费用 (Non-IFRS)	129	167	206	252	300
销管研费用率 (Non-IFRS)	165.6%	61.2%	32.5%	19.9%	13.9%
研发费用率 (Non-IFRS)	68.2%	20.4%	11.4%	7.2%	5.2%
销售、一般和管理费用率 (Non-IFRS)	97.5%	40.8%	21.1%	12.7%	8.7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

6、估值与投资评级

相对估值

我们采用相对估值法对希迪智驾进行估值。以无人矿卡为代表的自动驾驶业务为公司核心业务，我们认为公司未来将主要受益于自动驾驶业务收入规模增长，因此我们选定的可比公司包括：小马智行-W、文远知行-W、佑驾创新、地平线机器人-W。其中，小马智行和文远知行主要专注于 L4 级无人驾驶出租车业务、佑驾创新主要提供以 L2 为主的自动驾驶解决方案、地平线机器人主要提供智能驾驶芯片及 L2-L4 级解决方案。

希迪智驾当前股价对应 2026E 4.8x PS。当前可比公司估值 2026E 约 25.0x PS；其中，小马智行估值较高主要因为所处 Robotaxi 行业远期市场规模更大（据弗若斯特沙利文测算到 2030 年中国 Robotaxi 市场规模可达 2,808 亿元）、且公司业务进展迅速（广州城市 UE 已实现转正），剔除小马智行后可比公司估值 2026E 约 13.3x PS。

我们认为，希迪智驾主营的无人矿卡业务属于 L4 级自动驾驶在商用车领域的应用，具备较高技术壁垒，且未来有望凭借技术/场景/商业化三重优势持续保持在细分市场的领先地位，估值仍有进一步抬升空间。

表 8：希迪智驾相对估值

股票名称	代码	股价 (港元)	市值 (亿, 港元)	营业收入 (亿, 财报货币)				PS			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
小马智行-W	2026.HK	118.50	513.7	0.75	0.85	1.09	2.29	87.9	77.6	60.3	28.8
文远知行-W	0800.HK	21.10	216.8	3.61	5.96	11.71	23.76	54.0	32.7	16.6	8.2
佑驾创新	2431.HK	13.38	56.3	6.54	10.07	14.79	20.14	7.7	5.0	3.4	2.5
地平线机器人-W	9660.HK	8.68	1,271.8	23.84	35.67	58.02	86.91	48.0	32.0	19.7	13.2
行业平均								49.4	36.8	25.0	13.2
希迪智驾	3881.HK	242.00	106.0	4.10	9.78	19.81	34.62	23.2	9.7	4.8	2.8

资料来源：各公司财报，光大证券研究所预测

注：1) 1USD=7.7959HKD, 1HKD=0.89884CNY, 小马智行财报货币单位为美元，其余公司为人民币；2) 希迪智驾营业收入为光大证券研究所预测，其余可比公司来自 Wind 一致预期；股价日期为 2026/2/11

绝对估值

我们运用 FCFF 定价模型，基本假设说明如下：

- 1) 长期增长率：考虑 L4 级自动驾驶壁垒较高，且希迪智驾为无人矿卡领域龙头企业、有望占据较高市场份额，假设公司长期增长率约 2%；
- 2) 无风险利率：参考当前十年期国债收益率 1.83%，假设无风险利率为 1.83%；
- 3) β ：通过计算希迪智驾与恒生科技指数近一年收益率，得到公司 β 为 2.09；
- 4) $R_m - R_f$ ：取当前恒生科技指数市场风险溢价率为 2.71%；
- 5) 税率：考虑公司逐步实现盈利、以及公司业务或受政府补贴支持，假设公司未来税率为 4.5%。

表 9: FCFF 估值法关键假设表

关键性假设	数值
长期增长率	2.0%
β	2.09
Rf	1.83%
Rm-Rf	2.71%
Ke	7.5%
税率	4.5%
债务利率	4.5%
债务/股权比	11.4%
WACC	7.12%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所测算

表 10: 希迪智驾现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (千元)
第一阶段	3,315,829
第二和第三阶段	9,445,226
企业价值 AEV	12,761,055
减: 少数股东权益 (市值)	-124
减: 债务价值	288,140
总股本价值	12,473,039
股本 (千股)	43,789
每股价值 (港元)	316.90

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: 1HKD=0.89884CNY)

表 11: 敏感性分析表 (单位: 港元)

WACC/长期增长率 (g)	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
6.62%	323.92	336.54	350.52	366.10	383.58
6.87%	309.08	320.39	332.86	346.68	362.08
7.12%	295.54	305.72	316.90	329.23	342.89
7.37%	283.14	292.35	302.41	313.46	325.64
7.62%	271.74	280.10	289.20	299.15	310.07

资料来源: 光大证券研究所预测 (注: 1HKD=0.89884CNY)

基于绝对估值, 希迪智驾 (3881.HK) 合理股价约为 316.90 港元。基于对长期增长率 2.0% 的假设和 WACC 的敏感性测试, 在敏感性 $\pm 0.5\%$ 区间, 我们得到公司合理的股价范围为 271.74-383.58 港元。

投资评级

我们预测 2025E 公司 Non-IFRS 归母净亏损分别为 0.76 亿元 (同比减亏 39.8%), 2026E-2027E 公司 Non-IFRS 归母净利润分别为 0.75 /3.57 亿元。我们看好公司无人矿卡主业加速放量、以及凭借技术/场景/商业化优势保持行业领先地位。

综合考虑绝对估值和相对估值结果, 我们首次覆盖希迪智驾 (3881.HK), 给予“买入”评级。

表 12: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	133	410	978	1,981	3,462
营业收入增长率	327.0%	209.2%	138.6%	102.4%	74.8%
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	-138	-127	-76	75	357
Non-IFRS EPS (元) (摊薄)	-8.45	-7.79	-1.74	1.72	8.15
P/S	72	23	10	5	3
P/B	NA	NA	NA	5.4	3.4

资料来源:wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2026/2/11;注:2023-2024 为 1,627.8/1,628.0 万股,预计 2025E-2027E 约 4,378.9 万股;1HKD=0.89884CNY

7、风险分析

- 1) **无人矿卡业务进展不及预期。**公司收入当前高度依赖矿山自动驾驶解决方案，该业务的放量是公司短期盈利改善的关键，若矿山场景智能化落地节奏放缓、客户需求不及预期，将直接影响公司营收增长。
- 2) **技术迭代及行业竞争加剧风险。**矿山自动驾驶需适配复杂作业环境，若行业技术路线（如感知算法、调度系统）发生切换，公司现有技术积累可能面临适配压力；同时，在矿山无人化领域，公司需面对同赛道企业及工程机械厂商跨界布局的竞争，在 V2X、智能感知等业务领域也需应对行业参与者的市场争夺。
- 3) **政策与监管适配风险。**公司业务聚焦矿山、封闭场景，而不同地区的矿山智能化政策落地进度、监管标准存在差异，若区域政策推进不及预期或监管要求趋严，将影响相关业务的拓展节奏。
- 4) **技术安全与场景适配风险。**矿山作业环境复杂且风险较高，无人矿卡的技术稳定性、安全冗余能力若出现漏洞，或发生安全事故，不仅会影响客户合作意愿，也可能对公司品牌及业务拓展造成负面影响。
- 5) **次新股股价波动风险。**公司于 2025 年 12 月上市，股价可能存在较大波动性。

财务报表与盈利预测

利润表

利润表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	132,604	410,035	978,417	1,980,624	3,461,948
总营业成本	105,781	308,595	737,723	1,490,377	2,592,854
研发费用	90,396	193,181	171,223	178,256	214,641
销售及行政费用	129,231	365,160	303,309	306,997	353,119
经营性损失或利润	-177,215	-478,503	-256,048	-39,816	240,930
利润总额	-290,136	-609,156	-260,034	-31,981	266,369
所得税	35,057	28,312	11,702	1,439	-11,987
净亏损或净利润	-255,079	-580,844	-248,332	-30,542	254,383
少数股东损益	0	-135	-124	-15	127
Non-IFRS 归属母公司净亏损或净利润	-137,551	-126,826	-76,367	75,467	356,814
Non-IFRS EPS (元)	-8.45	-7.79	-1.74	1.72	8.15

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表

资产负债表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,308,181	1,243,232	1,820,398	2,552,699	3,653,866
流动资产	753,317	697,035	1,202,625	1,943,110	2,986,575
现金及其等价物	234,663	306,402	792,987	1,248,185	2,140,482
限制性现金	27,819	10,481	10,000	10,000	10,000
库存	174,227	96,544	114,234	240,000	260,000
短期投资	147,411	15,333	25,000	30,000	35,000
应收账款	58,680	137,360	188,779	251,360	378,085
预付费用以及其他流动资产	100,718	130,625	260,104	414,625	540,792
非流动资产	554,864	546,197	617,772	609,589	667,291
固定资产	332,792	309,612	291,362	274,012	257,662
使用权资产	42,683	41,093	44,029	49,516	55,391
长期投资	7,293	2,541	3,000	3,500	4,000
长期投资预付款	17,486	10,542	29,352	39,612	69,239
无形资产	2,292	1,756	1,356	1,106	1,006
递延所得税资产	152,318	180,653	208,793	241,843	279,993
总负债	2,165,177	2,361,107	2,643,164	789,189	892,643
无息负债	268,030	224,754	289,721	344,877	471,186
有息负债	1,897,147	2,136,353	2,353,443	444,312	421,457
股东权益	-856,996	-1,117,875	-822,767	1,763,510	2,761,223
归属本公司股权持有人权益	-856,996	-1,117,740	-822,642	1,763,525	2,761,096
少数股东权益	0	-135	-124	-15	127

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表

现金流量表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-196,761	-147,735	313,685	288,298	724,097
净亏损或净利润	-290,136	-609,156	-260,034	-31,981	266,369
折旧及摊销	21,479	25,582	21,550	21,650	21,650
净营运资金增加	-59,417	-58,705	230	-255,354	-118,626
其他	131,313	494,544	551,939	553,983	554,704
投资活动产生现金流	58,972	125,122	171,700	167,700	168,700
固定资产增加	-29,713	-1,393	-3,300	-4,300	-5,300
其他资产变化	88,685	126,515	175,000	172,000	174,000
融资活动现金流	-9,226	94,325	1,200	-800	-500
股票/可转债等融资	24,000	0	0	0	0
其他	-33,226	94,325	1,200	-800	-500
净现金变化	-147,015	71,712	486,585	455,198	892,297
期末现金及其等价物	234,663	306,402	792,987	1,248,185	2,140,482

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼