

## 公司研究

## 自动驾驶矿卡业务高增，商业化场景持续拓宽

## ——希迪智驾（3881.HK）2025 年年报业绩点评

## 要点

**2025 年全年业绩披露：**2025 年公司总收入同比+116%至 8.85 亿元（vs. 我们预测 9.8 亿元），毛利率同比-3pcts 至 21%，Non-IFRS 净亏损同比扩大 91%至 2.42 亿元（vs. 我们预测亏损 0.76 亿元）。我们判断，1) 收入端不及预期主要由于 V2X 和智能感知业务政府项目延迟；2) 毛利率同比下降主要由于以整车销售方式的自动驾驶产品收入占比提升，利润端不及预期主要由于股权激励费用增加、业务拓展导致销售费用增加、以及信用减值损失增加。

**自动驾驶矿卡业务高增，费用逐步优化：**1) 分业务看，2025 年希迪智驾自动驾驶业务收入同比+231%至 8.43 亿元（收入占比同比+33pcts 至 95%；其中自动驾驶矿卡产品及解决方案收入同比+238%至 8.34 亿元）、V2X 产品及解决方案收入同比-84%至 0.16 亿元（收入占比同比-23pcts 至 2%）、智能感知收入同比-52%至 0.26 亿元（收入占比同比-10pcts 至 3%）；2) 费用端，2025 年公司 SG&A 费用率同比-19pcts 至 71%，R&D 费用率同比-5pcts 至 42%。截至 2025 年末，希迪智驾在手现金合计 13.8 亿元。我们判断，随自动驾驶矿卡商业化快速落地，希迪智驾收入规模及利润有望持续提升。

**无人矿卡商业化规模落地加速，全流程挖掘+多场景延伸打开成长空间：**2025 年公司自动驾驶矿卡解决方案交付量同比+317.2%至 630 台/套；截至 2026 年 2 月 28 日，公司无人驾驶矿卡累计部署规模突破 1,500 台、累计运矿超 1.4 亿吨。我们判断，公司正从矿卡单点突破迈向矿山智能化+多场景落地的综合解决方案服务商，后续增长动力充足：**1) 技术与产品迭代构筑核心壁垒：**依托生成式 AI 打造全球首个露天矿山智能调度体，实现从被动调度向主动智能决策升级；将推出新一代定制化无人矿卡，通过产品定义+核心算法迭代优化持续提升单车盈利水平。**2) 矿山场景价值边界持续拓宽：**公司计划进一步推动全流程无人化闭环，正推进爆破机器人商业化落地，同时联合能源企业打造面向矿山的智能调度与能源管理系统，从单产品销售向全场景服务延伸。**3) 多场景延伸拓展业务边界：**商用车自动驾驶场景持续拓展，推进干线物流、港口枢纽、危化园区等场景落地，成都青白江国际陆港、太仓港项目已进入批量交付阶段；V2X 技术向城市公交、应急车辆调度等场景延伸。**4) 全球化布局打开长期成长空间：**公司重点布局澳洲、南美、英国、非洲及中东等关键区域，加速合规准入与产品适配认证，通过与海外矿业运营商建立战略合作，推进无人矿卡在全球矿山的普及应用，未来有望依托国内成熟方案实现海外市场快速复制。

**维持“买入”评级：**考虑到 V2X、智能感知项目兑现的不确定性，下调 2026E/2027E Non-IFRS 归母净利润分别至约-0.66/2.02 亿元（vs. 此前预期为 0.75/3.57 亿元），新增 2028E Non-IFRS 归母净利润预测为 3.79 亿元。我们看好公司商业化规模逐步扩大带动利润改善前景，维持“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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	410	885	1,756	3,396	4,639
营业收入增长率	209.2%	115.8%	98.5%	93.4%	36.6%
Non-IFRS 归母净利润（百万元）	-127	-242	-66	202	379
Non-IFRS EPS（元）（摊薄）	-7.79	-1.40	-0.15	0.46	0.87
P/S	23.4	10.9	5.5	2.8	2.1
P/B	NA	2.2	1.6	3.1	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026/3/30；注：2024 年为 1,628.0 万股（拆股后对应 1.63 亿股），2025 年拆股后为 1.73 亿股，预计 2026E-2028E 约 4.38 亿股；1HKD=0.8830CNY

## 买入（维持）

当前价：24.84 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

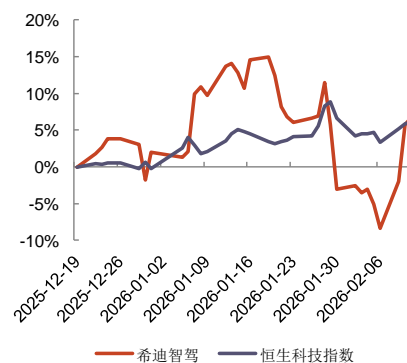
021-52523686

shenyuheng@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.38
总市值(亿港元)	108.77
一年最低/最高(港元)	20.80/27.50
近 3 月换手率	6.69%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	上市至今	1Y
相对	11.17	13.09	NA
绝对	4.11	9.43	NA

资料来源：Wind（数据截至 2026/3/30）

## 相关研报

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（2026-2-12）

## 财务报表与盈利预测

## 利润表

利润表 (千元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	410,035	884,788	1,756,244	3,396,085	4,638,984
总营业成本	308,595	695,433	1,326,399	2,548,639	3,478,824
研发费用	193,181	374,545	216,018	237,726	278,339
销售及行政费用	365,160	623,977	403,936	441,491	487,093
经营性损失或利润	-478,503	-940,490	-247,648	57,778	243,981
利润总额	-609,156	-1,077,975	-324,475	45,477	250,901
所得税	28,312	56,737	16,224	-2,274	-12,545
净亏损或净利润	-580,844	-1,021,238	-308,252	43,204	238,356
少数股东损益	-135	-1,544	-617	86	477
归属于本公司股东所有者的净利润	-580,709	-1,019,694	-307,635	43,117	237,879
EPS (元)	-3.57	-5.91	-0.70	0.10	0.54
Non-IFRS 归属母公司净亏损或净利润	-126,826	-241,684	-65,604	202,044	379,006
Non-IFRS EPS (元)	-7.79	-1.40	-0.15	0.46	0.87

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,243,232	2,981,774	3,365,087	4,269,952	5,393,820
流动资产	697,035	2,311,410	2,786,670	3,655,973	4,740,157
现金及其等价物	306,402	1,383,700	1,761,023	2,488,490	3,442,899
限制性现金	10,481	29,420	10,000	10,000	10,000
库存	96,544	133,503	240,000	260,000	280,000
短期投资	15,333	79,583	30,000	35,000	40,000
应收账款	137,360	566,919	603,911	653,899	710,509
预付费用以及其他流动资产	130,625	117,564	141,437	208,285	256,449
非流动资产	546,197	670,364	578,417	613,979	653,663
固定资产	309,612	286,273	274,012	257,662	241,362
使用权资产	41,093	40,623	43,906	50,941	55,668
长期投资	2,541	3,235	3,500	4,000	4,500
长期投资预付款	10,542	11,025	14,050	20,377	27,834
无形资产	1,756	2,034	1,106	1,006	1,056
递延所得税资产	180,653	237,401	241,843	279,993	323,243
总负债	2,361,107	1,251,940	1,026,124	1,146,680	1,282,117
无息负债	224,754	739,600	779,874	898,320	1,031,637
有息负债	2,136,353	512,340	246,250	248,360	250,480
股东权益	-1,117,875	1,729,834	2,338,964	3,123,272	4,111,703
归属本公司股权持有人权益	-1,117,740	1,730,926	2,339,580	3,123,185	4,111,226
少数股东权益	-135	-1,092	-617	86	477

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	<b>-147,735</b>	<b>-318,649</b>	<b>210,423</b>	<b>559,267</b>	<b>784,709</b>
净亏损或净利润	-609,156	-1,077,975	-324,475	45,477	250,901
折旧及摊销	25,582	23,946	21,650	21,650	22,100
净营运资金增加	-58,705	-174,475	-110,410	-75,741	-43,717
其他	494,544	909,855	623,658	567,881	555,426
投资活动产生现金流	<b>125,122</b>	<b>-75,321</b>	<b>167,700</b>	<b>168,700</b>	<b>170,200</b>
固定资产增加	-1,393	-1,589	-4,300	-5,300	-5,800
其他资产变化	126,515	-73,732	172,000	174,000	176,000
融资活动现金流	<b>94,325</b>	<b>1,481,283</b>	<b>-800</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
股票/可转债等融资	0	0	0	0	0
其他	94,325	1,481,283	-800	-500	-500
净现金变化	<b>71,712</b>	<b>1,087,313</b>	<b>377,323</b>	<b>727,467</b>	<b>954,409</b>
期末现金及其等价物	<b>306,402</b>	<b>1,383,700</b>	<b>1,761,023</b>	<b>2,488,490</b>	<b>3,442,899</b>

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。
<b>基准指数说明：</b>		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